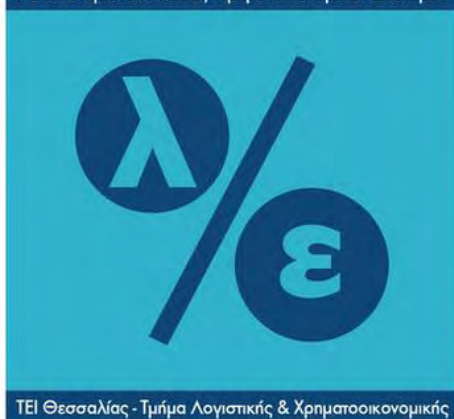




Διιδρυματικό μεταπτυχιακό

Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας - Τμήμα Οικονομικών Επιστημών



ΤΕΙ Θεσσαλίας - Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής

Λογιστική/ελεγκτική



ΠΜΣ Λογιστική & Ελεγκτική 2016-2017

**Τμήμα Οικονομικών Επιστημών - Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας &
Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής - ΤΕΙ Θεσσαλίας**

**Διαχείριση κερδών & Αξία Λογιστικής Πληροφόρησης
στις εταιρείες του δείκτη FTSE 250 LSE**

Αναστασία Ανδρέα Χατζησταματίου

Επιβλέπων : Καθηγητής Ιατρίδης Γεώργιος

Βόλος, 2018

Υπεύθυνη δήλωση

Βεβαιώνω ότι είμαι συγγραφέας αυτής της διπλωματικής εργασίας και ότι κάθε βοήθεια την οποία είχα για την προετοιμασία της, είναι πλήρως αναγνωρισμένη και αναφέρεται στη διπλωματική εργασία. Επίσης έχω αναφέρει τις όποιες πηγές από τις οποίες έκανα χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων, είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς είτε παραφρασμένες. Επίσης βεβαιώνω ότι αυτή η πτυχιακή εργασία προετοιμάστηκε από εμένα προσωπικά ειδικά για τις απαιτήσεις του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών στην Λογιστική και Ελεγκτική του Τμήματος Οικονομικών Επιστημών του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας και του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του ΤΕΙ Θεσσαλίας.

Βόλος, Ιούνιος 2018.

Χατζησταματίου Αναστασία

Ευχαριστίες

Θεωρώ υποχρέωσή μου να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή κ. Γεώργιο Ιατρίδη για την πολύτιμη καθοδήγηση και βοήθεια σε όλη τη διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής εργασίας. Επιπλέον θέλω να ευχαριστήσω την οικογένειά μου για την υπομονή, την αγάπη και το κουράγιο που μου έδωσαν για να κατορθώσω να ανταπεξέλθω σε ότι χρειάστηκε στην πορεία.

Αφιερώνω αυτή την εργασία στη μνήμη των γονιών μου Ανδρέα Χατζησταματίου και Ευσταθίας Βαλμά.

Αναστασία Χατζησταματίου

Περιεχόμενα

Κεφάλαιο 1	8
Εισαγωγή	9
1.1. Διαχείριση κερδών	9
1.1.1. Εταιρικά σκάνδαλα	11
1.1.2. Φύλλο εταιρικών σκανδάλων	12
Κεφάλαιο 2	17
Βιβλιογραφική ανασκόπηση	17
2.1. Διαχείριση κερδών (Earnings management)	17
2.1.1. Κίνητρα της διαχείρισης κερδών	24
2.1.2. Τεχνικές διαχείρισης των κερδών	28
2.1.3. Λογιστική των δεδουλευμένων	30
2.2. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (Value Relevance of Accounting Information)	34
Κεφάλαιο 3	39
Δεδομένα	39
3.1. Δείγμα	39
3.2. Περιγραφικά στατιστικά των εταιρειών του δείγματος του δείκτη FTSE 250	39
3.2.1. Ταξινόμηση κατά κλάδο και υπερ-τομέα ICB	39
3.2.2. Κατηγοριοποίηση με κριτήριο το market cap των εταιρειών	43
Κεφάλαιο 4	45
Μεθοδολογία έρευνας	45
4.1. Ερευνητικά ερωτήματα - Διαχείριση κερδών (earnings management)	45
4.1.1. Μεθοδολογία - Διαχείριση κερδών (earnings management)	48
4.2. Ερευνητικά ερωτήματα - Αξία λογιστικής πληροφόρησης (value relevance)	52
4.2.1. Μεθοδολογία αξίας λογιστικής πληροφόρησης	54
Κεφάλαιο 5	55
Εμπειρικά αποτελέσματα	55
5.1. Εμπειρικά αποτελέσματα – Διαχείριση κερδών	55
5.2. Εμπειρικά αποτελέσματα – Αξία λογιστικής πληροφόρησης	65
5.2.1. Εμπειρικά αποτελέσματα - α' μοντέλο αξίας λογιστικής πληροφόρησης	65
5.2.2. Εμπειρικά αποτελέσματα – β' μοντέλο αξίας λογιστικής πληροφόρησης	72
Κεφάλαιο 6	78

Συμπεράσματα	78
Βιβλιογραφικές αναφορές.....	80
Παραρτήματα	88

Πίνακες

Πίνακας 1. Ταξινόμηση κατά κλάδο και υπερ-τομέα ICB των εταιρειών	Σελ.40
Πίνακας 2. Περιγραφικά στατιστικά Κεφαλαιοποίησης - Market cap (m)*	Σελ.44
Πίνακας 3. Διαχείριση κερδών - Περιγραφικά στατιστικά μεταβλητών Descriptive Statistics (n=432)	Σελ.56
Πίνακας 4. Διαχείριση κερδών - Έλεγχος κανονικότητας Tests of Normality	Σελ.57
Πίνακας 5. Διαχείριση κερδών - Συσχέτιση μεταβλητών - Correlations	Σελ.59
Πίνακας 6 . Διαχείριση κερδών - Model Summary	Σελ.60
Πίνακας 7. Διαχείριση κερδών Ανάλυση Διακύμανσης (Analysis of Variance-ANOVA)	Σελ.60
Πίνακας 8. Διαχείριση κερδών - Συντελεστές παλινδρόμησης διαχείρισης κερδών (Coefficients)	Σελ.61
Πίνακας 9. Διαχείριση κερδών - Έλεγχος κανονικότητας τυποποιημένων καταλοίπων - Tests of Normality on studentized residuals	Σελ.62
Πίνακας 10. Διαχείριση κερδών - Τεστ Ροών τυποποιημένων καταλοίπων - Runs Test	Σελ.63
Πίνακας 11 . Διαχείριση κερδών -Έλεγχος Glejser	Σελ.63
Πίνακας 12. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α' μοντέλο) Περιγραφικά στατιστικά μεταβλητών - Descriptive Statistics (n=432)	Σελ.65
Πίνακας 13. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α' μοντέλο) Έλεγχος κανονικότητας μοντέλου - Test of normality	Σελ.66
Πίνακας 14. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α' μοντέλο) Συσχέτιση μεταβλητών Correlations	Σελ.67
Πίνακας 15. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α' μοντέλο) – Model Summary	Σελ.68
Πίνακας 16. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α' μοντέλο) – Ανάλυση Διακύμανσης (Analysis of Variance-ANOVA	Σελ.68
Πίνακας 17. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α' μοντέλο) – Συντελεστές παλινδρόμησης Coefficients ^a	Σελ.69
Πίνακας 18. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α' μοντέλο) – Έλεγχος κανονικότητας καταλοίπων - Tests of Normality	Σελ.70
Πίνακας 19. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α' μοντέλο) – Τεστ Ροών - Runs Test	Σελ.70
Πίνακας 20. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α' μοντέλο) – Έλεγχος Glejser	Σελ.71
Πίνακας 21. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β' μοντέλο) Περιγραφικά στατιστικά μεταβλητών - Descriptive Statistics (n=432)	Σελ.72
Πίνακας 22. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β' μοντέλο) Έλεγχος κανονικότητας μοντέλου - Test of normality	Σελ.73

Πίνακας 23. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β' μοντέλο) Συσχέτιση μεταβλητών - Correlations	Σελ.73
Πίνακας 24. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β' μοντέλο) Model Summary	Σελ.74
Πίνακας 25. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β' μοντέλο) Ανάλυση Διακύμανσης (Analysis of Variance-ANOVA	Σελ.74
Πίνακας 26. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β' μοντέλο) Συντελεστές παλινδρόμησης - Coefficients	Σελ.75
Πίνακας 27. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β' μοντέλο) Έλεγχος κανονικότητας καταλοίπων - Tests of Normality	Σελ.76
Πίνακας 28. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β' μοντέλο) Τέστ Ροών - Runs Test	Σελ.76
Πίνακας 29. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β' μοντέλο) – Έλεγχος Glejser	Σελ.77

Πίνακας διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1. Ιστόγραμμα ταξινόμησης εταιρειών κατά Κλάδο ICB του δείκτη FTSE 250 στην περίοδο 2013-2016	Σελ.41
Διάγραμμα 2. Ιστόγραμμα ταξινόμησης εταιρειών κατά Υπερτομέα ICB του δείκτη FTSE 250 2013-2016	Σελ.42
Διάγραμμα 3. Ιστόγραμμα συχνότητας κεφαλαιοποίησης εταιρειών δείκτη FTSE 250	Σελ.44

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στόχος της παρούσας εργασίας είναι η διερεύνηση στις εισηγμένες εταιρείες του δείκτη FTSE 250 του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου στην περίοδο 2013-2016 της διαχείρισης κερδών (earnings management) και της μειωμένης διαχείρισης κερδών των εταιρειών υψηλότερης κεφαλαιοποίησης και της αξίας λογιστικής πληροφόρησης (value relevance).

Κριτήριο εντοπισμού της διαχείρισης κερδών είναι τα διακριτικά δεδουλευμένα (discretionary accruals) τα οποία προκύπτουν με τη χρήση του μοντέλου της Jones και θα εξεταστεί η σχέση τους με τις ταμειακές ροές, την μόχλευση, το λειτουργικό περιθώριο κέρδους, την απόδοση επενδύσεων και την χρηματιστηριακή αξία. Για την αξία λογιστικής πληροφόρησης θα διερευνηθεί η σχέση της χρηματιστηριακής αξίας μιας μετοχής και των λογιστικών πληροφοριών που αφορούν στην λογιστική αξία, στα κέρδη ανά μετοχή και της απόδοσης κεφαλαίου.

Τα στοιχεία συλλέχθηκαν από το διαδίκτυο και συγκεκριμένα από την ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου www.Digitalook.com. Το δείγμα αποτελείται από 108 επιχειρήσεις από το οποίο λαμβάνουμε ένα πλήθος 432 ετήσιων παρατηρήσεων για την περίοδο 2013- 2016. Εξετάζεται η σχετική βιβλιογραφία που αφορά στη διαχείριση κερδών και την αξία λογιστικής πληροφόρησης.

Η εμπειρική διερεύνηση έγινε με ανάλυση δεδομένων panel (panel data analysis). Χρησιμοποιήθηκαν οικονομετρικά υποδείγματα τα οποία εκτιμήθηκαν με την μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων. Τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας αποτυπώνονται με την χρήση του στατιστικού προγράμματος SPSS.

Λέξεις κλειδιά : Διαχείριση κερδών, αξία λογιστικής πληροφόρησης, διακριτικά δεδουλευμένα

ABSTRACT

The aim of this paper is to investigate listed companies on the FTSE 250 Index of the London Stock Exchange in the 2013-2016 periods of earnings management and reduced earnings management of the higher capitalization companies and value relevance of accounting information.

Earnings management tracking criterion is discretionary accruals that arise using the Jones model and their relationship to cash flow, leverage, operating profit margins, return on investment, and stock market value. The value relevance of accounting information will investigate the relationship between the stock price of a share and the accounting information relating to book value, earnings per share and return on capital.

The data was collected from the internet, specifically from the London Stock Exchange website www.Digitalook.com. The sample consists of 108 enterprises, from which we receive a total of 432 annual observations for the period 2013-2016. The relevant literature on earnings management and value relevance of accounting information is examined.

The empirical investigation was done with panel data analysis. Econometric models that were evaluated using the least squares method were used. The results of empirical research are captured using the SPSS statistical program.

Key words: Earnings management, value relevance of accounting information, discretionary accruals

Κεφάλαιο 1

Εισαγωγή

Σε αυτό το κεφάλαιο, παρουσιάζονται πληροφορίες εισαγωγικού χαρακτήρα που δίνουν το κίνητρο και το υπόβαθρο αυτής της διπλωματικής εργασίας, παρατίθεται μια ανασκόπηση της σχετικής με την εργασία βιβλιογραφίας και περιγράφονται συνοπτικά οι βασικές ενότητες της διπλωματικής εργασίας.

1.1. Διαχείριση κερδών

Ένα παγάκι ή ένα παγόβουνο;

Πόσο εκτεταμένα είναι τα προβλήματα με τη χρηματοοικονομική πληροφόρηση; Υπάρχει κάτι περισσότερο από αυτό που μπορεί κανείς να διακρίνει με τα μάτια του; Πόσο μεγάλο είναι το παγόβουνο κάτω από την ίσαλο γραμμή¹ (Lynn Turner, 2001);

Η ευρωστία και η κοινή πεποίθηση ασφάλειας των χρηματιστηρίων της τελευταίας εικοσαετίας του εικοστού αιώνα προσέλκυσε πολλούς νέους μικρούς και μεγάλους επενδυτές στα χρηματιστήρια των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, οι οποίοι αδημονούσαν για γρήγορα και μεγάλα κέρδη από την τοποθέτηση των χρημάτων τους, μέσα σε ένα κλίμα υπεραισιοδοξίας και ευημερίας που είχε ήδη δημιουργηθεί και συνεχιζόταν να αναπτύσσεται μέχρι την έναρξη της κατάρρευσης.

Ο Lynn Turner στις 21 Ιουνίου 2001 κατά την έναρξη της ομιλίας του στην Τρίτη Ετήσια Διάσκεψη για την Δημοσιοποίηση & Λογιστική της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των ΗΠΑ στο San Francisco της Καλιφόρνιας, αναφέρθηκε σε στοιχεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς του έτους 1998, σύμφωνα με τα οποία υπήρχαν 84 εκατομμύρια μέτοχοι, οι οποίοι αντιπροσώπευαν το 43,6% του ενήλικου πληθυσμού της χώρας. Στο διάστημα μόνο τριών ετών από το 1995 έως το 1998 σημειώθηκε αύξηση 21%, από 69,3 εκατομμύρια μετόχους σε 84 εκατομμύρια και 61% από το 1989 όταν ανέρχονταν σε 52,3 εκατομμύρια.

¹ Ο όρος **ίσαλος** ή **ίσαλος γραμμή** ή **γραμμή ισάλου** (**water line**), είναι ναυπηγικός και τεχνικός όρος που λαμβάνεται σοβαρά υπ' όψη στη φόρτωση πλοίου. Αν και λέγεται γραμμή, στην πραγματικότητα ορίζεται ως επίπεδο από την οριζόντια τομή της επιφάνειας της θάλασσας με το πλοίο στο σημείο που αυτό ισορροπεί και επιπλέει. Καθιερώθηκε να λέγεται έτσι επειδή περιμετρικά του σκάφους φαίνεται ως γραμμή (www.wikipedia.gr).

“Αυτοί οι μέτοχοι προέρχονται από όλα τα κοινωνικά στρώματα, νέοι και ηλικιωμένοι, πλούσιοι και όχι τόσο πλούσιοι. Πάνω από ένας στους πέντε μεριδιούχους είναι ηλικίας κάτω των 35 ετών και ένας στους οκτώ άνω των 65 ετών. Το πιο ενδιαφέρον στοιχείο είναι ότι οι μισοί μέτοχοι έχουν εισόδημα μικρότερο από 57.000 δολάρια και μόνο το 18% έχουν οικογενειακό εισόδημα που ξεπερνά τα 100.000 δολάρια. Πράγματι, ο μέσος μέτοχος σήμερα είναι ο μέσος Αμερικανός που ζει δίπλα, είναι η θεία ή ο θείος σου, ένας στενός φίλος ή μέλος της οικογένειάς σου”.

Η ερμηνεία που έδωσε στα παραπάνω στοιχεία ήταν ότι οι μέσοι Αμερικανοί, ήταν διατεθειμένοι να τοποθετήσουν τα εισοδήματά τους στις αγορές κεφαλαίων των ΗΠΑ, επειδή παρείχαν μεγαλύτερες αποδόσεις, ρευστότητα και εμπιστοσύνη για την ακεραιότητα τους. Αυτή η εμπιστοσύνη προήλθε από συστήματα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και γνωστοποίησης, όπως το Συμβούλιο Χρηματοοικονομικών Λογιστικών Προτύπων (Financial Accounting Standards Board), τα χρηματιστήρια, οι ελεγκτικές εταιρείες και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Security Exchange Commission –“SEC” ή “Επιτροπή”) αλλά και ανθρώπους που είχαν χτίσει με το όνομά τους την εγκυρότητα και την ακεραιότητα όπως ο J.P. Morgan, ο William O. Douglas, Joseph Kennedy, Arthur Levitt και οι Spacek, Haskins, Touche, Burton και Montgomery.

Με ένα ακόμη παραστατικό παράδειγμα ο Lynn Turner παρουσίασε την εξέλιξη αυτής της κατάστασης ως εξής :“Όταν όμως χαθεί η ακεραιότητα των αγορών, όπως έγινε σε πολλές περιπτώσεις, οι επενδυτές χάνουν την εμπιστοσύνη τους στις αγορές, αυτή η δεξαμενή διαθέσιμων κεφαλαίων μπορεί να εξαφανιστεί τόσο γρήγορα όσο μια λίμνη της οποίας το φράγμα έχει σκάσει, με καταστροφικές συνέπειες στη ζωή των Αμερικανών επενδυτών. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο πρέπει να είμαστε πάντα σε επαγρύπνηση για διαρροές στο φράγμα...”(www.sec.gov).

1.1.1. Εταιρικά σκάνδαλα

Κατά τη διάρκεια των ετών 2000 και 2001 η κατάρρευση της φούσκας των εταιρειών υψηλής τεχνολογίας (Xerox, WorlCom, Adelphia, Tyco και Global Crossing) είχε σαν συνέπεια την μείωση της αγοραίας αξίας των εισηγμένων εταιρειών που ελέγχονταν από τις Big 5² κατά 1 τρις δολάρια (Coffe, 2003).

Το φύλλο εταιρικών σκανδάλων που δημοσιεύθηκε το 2002 στον ιστότοπο του αμερικανικού περιοδικού Forbes (www.forbes.com), παρέχει μια συγκεντρωτική εικόνα των λογιστικών εταιρικών σκανδάλων που τάραξαν τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Στο φύλλο αυτό περιλαμβάνονται οι παραπάνω πέντε εταιρείες υψηλής τεχνολογίας καθώς και άλλες που εμπλέκονται σε λογιστικά σκάνδαλα κατά την περίοδο 2000-2002, καθώς επίσης και η ελεγκτική εταιρεία Arthur Andersen LLP.

Η Arthur Andersen LLP, μία από τις Big 5, συνέταξε την οικονομική κατάσταση της Enron και κατέρρευσε επειδή το γραφείο της εταιρείας στο Ντάλλας κατέστρεψε έγγραφα σχετικά με την έρευνα του Κογκρέσου που αφορούσαν στην πτώχευση της Enron, αλλά εμπλέκεται επίσης και με τα σκάνδαλα των άλλων εταιρειών WorlCom, Adelphia, Tyco και Global Crossing, ως ελεγκτής τους.

Η πίστη των επενδυτών στην ακεραιότητα των κεφαλαιαγορών κλονίστηκε ανεπανόρθωτα και προκειμένου να μειώσουν τον μελλοντικό κίνδυνο από αντίστοιχες ενέργειες, αλλά και να επαναφέρουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών, η κυβέρνηση των ΗΠΑ τον Ιούλιο 2002 ψήφισε τον Νόμο Sarbanes-Oxley, με αυστηρά πρόστιμα και απαιτήσεις, ο οποίος εφαρμόζεται με κανόνες που θεσπίζονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) και με επιπρόσθετους κανόνες που ορίζει το κάθε κράτος σύμφωνα με το κάθε νομικό και οικονομικό πλαίσιο της χώρας.

² **Big 5** – Η ομάδα αρχικά ήταν γνωστή ως Big 8, αντανακλώντας τη διεθνή κυριαρχία των μεγάλων επιχειρήσεων επαγγελματικών λογιστικών υπηρεσιών στο μεγαλύτερο μέρος του 20ου αιώνα, οι οποία μειώθηκε μετά από συγχωνεύσεις σε Big 6 και αργότερα σε Big 5. Οι Big 5 αποτελούνταν από τις :Ernst & Young, Deloitte & Touche, Arthur Andersen, KPMG και η PriceWaterhouseCoopers. Μετά το μεγάλο σκάνδαλο της Arthur Andersen μειώθηκε ο αριθμός σε Big 4 (www.wikipedia.com).

1.1.2. Φύλλο εταιρικών σκανδάλων

Παρακάτω αναλύονται μόνο οι 7 αντιπροσωπευτικές εταιρείες από τις 21 του αρχικού φύλλου.

1. Εταιρεία : Xerox

Χρόνος αποκάλυψης σκανδάλου : Ιούνιος 2000

Δημόσιοι ισχυρισμοί: Παραποίηση των οικονομικών αποτελεσμάτων για πέντε χρόνια, με αύξηση του εισοδήματος κατά 1,5 δις δολάρια

Φορείς διερεύνησης των σκανδάλων : SEC

Τελευταίες εξελίξεις : Η Xerox συμφώνησε να πληρώσει 10 εκατομμύρια δολάρια και να αναδιατυπώσει τα οικονομικά της που χρονολογούνται από το 1997.

Σχόλιο εταιρείας : Επιλέξαμε να συμβιβαστούμε με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς τον Απρίλιο, ώστε να μπορέσουμε να αφήσουμε πίσω το θέμα. Έχουμε επαναδιατυπώσει τα οικονομικά μας και πιστοποιήσαμε τα οικονομικά μας σύμφωνα με τις νέες απαιτήσεις της SEC.

2. Εταιρεία: Enron

Χρόνος αποκάλυψης σκανδάλου : Οκτώβριος 2001

Δημόσιοι ισχυρισμοί: Αυξήθηκαν τα κέρδη και απέκρυψαν χρέη συνολικού ύψους άνω του 1 δις δολαρίων, χρησιμοποιώντας ακατάλληλες εταιρικές σχέσεις εκτός αγοράς. Χειραγωγείται η αγορά ηλεκτρικής ενέργειας του Τέξας. Δωροδοκήθηκαν ξένες κυβερνήσεις για να κερδίσουν συμβάσεις στο εξωτερικό. Χειραγωγημένη αγορά ενέργειας στην Καλιφόρνια

Φορείς διερεύνησης των σκανδάλων : DOJ³; SEC⁴; FERC⁵; Διάφορες επιτροπές του Κογκρέσου. Δημόσια υπηρεσία κοινής ωφέλειας του Τέξας.

³ SEC: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (Securities and Exchange Commission).

⁴ FERC: Ομοσπονδιακή Ρυθμιστική Επιτροπή Ενέργειας (Federal Energy Regulatory Commission).

⁵ DOJ: Υπουργείο Δικαιοσύνης των ΗΠΑ (United States Department of Justice).

Τελευταίες εξελίξεις : Ο πρώην εκτελεστικός διευθυντής της Enron Michael Kopper κατηγορήθηκε ως ένοχος για (2) κατηγορίες κακουργημάτων. Ο Διευθύνων Σύμβουλος Stephen Cooper δήλωσε ότι η Enron ενδέχεται να αντιμετωπίσει απαιτήσεις ύψους 100 δισ. δολ. σε αξιώσεις και υποχρεώσεις. Η ελεγκτική εταιρεία Andersen καταδικάστηκε για παρεμπόδιση της δικαιοσύνης για την καταστροφή εγγράφων Enron.

Σχόλιο εταιρείας : Χωρίς σχόλια

3. Εταιρεία: Arthur Andersen

Χρόνος αποκάλυψης σκανδάλου : Νοέμβριος 2001

Δημόσιοι ισχυρισμοί: Καταστροφή των εγγράφων που σχετίζονται με τον πελάτη ελέγχου Enron μετά την έναρξη της έρευνας SEC για την Enron

Φορείς διερεύνησης των σκανδάλων : SEC; DOJ

Τελευταίες εξελίξεις : Η Andersen καταδικάστηκε για παρεμπόδιση της δικαιοσύνης τον Ιούνιο και θα σταματήσει τον έλεγχο των δημόσιων επιχειρήσεων μέχρι τις 31 Αυγούστου. Η Andersen έχασε εκατοντάδες πελάτες και έγιναν μαζικές απολύσεις εργαζομένων.

Σχόλιο εταιρείας : Δεν απάντησαν σε επαναλαμβανόμενες κλήσεις για σχολιασμό

4. Εταιρεία : Global Crossing

Χρόνος αποκάλυψης σκανδάλου : Φεβρουάριος 2002

Δημόσιοι ισχυρισμοί: Εμπλέκεται στις ανταλλαγές τηλεπικοινωνιακής χωρητικότητας μεταξύ άλλων εταιρειών (capacity swaps) που καταγράφηκαν ως έσοδα, χωρίς ποτέ να εισπραχθούν χρήματα, για να αυξηθούν τα έσοδα. Καταστροφή εγγράφων που σχετίζονται με λογιστικές πρακτικές

Φορείς διερεύνησης των σκανδάλων : DOJ; SEC; Διάφορες επιτροπές του Κογκρέσου.

Τελευταίες εξελίξεις : Η εταιρεία υποβλήθηκε στο Κεφάλαιο 11 πτώχευσης. Η Hutchison Telecommunications Limited και η Singapore Technologies Tele media θα πληρώσουν 250 εκατομμύρια δολάρια για ένα πλειοψηφικό ποσοστό 61,5% και θα βγάλουν την εταιρεία από

την πτώχευση. Το Κογκρέσο εξετάζει το ρόλο που έπαιξαν οι εταιρίες λογιστικής στην πτώχευση.

(Όταν υποβάλλεται μια εταιρεία στο Κεφάλαιο 11 πτώχευσης, η εταιρεία αναδιαρθρώνεται, δεν εκκαθαρίζεται. Η εταιρεία παραμένει ανοικτή και αναπτύσσει ένα σχέδιο για την πληρωμή των πιστωτών της. Δυστυχώς, το εταιρικό απόθεμα υποφέρει σχεδόν απόλυτο θάνατο. Τα μερίδια μετοχών μειώνονται σε αξία ή καθίστανται άχρηστα. Το δικαστήριο πτώχευσης ορίζει μια επιτροπή για την προστασία των συμφερόντων των μετόχων και των πιστωτών. Οι πιστωτές, οι μέτοχοι και οι κάτοχοι ομολόγων ψηφίζουν για την έγκριση των σχεδίων αναδιοργάνωσης της εταιρείας. Το δικαστήριο πρέπει επίσης να εγκρίνει το σχέδιο. Τα δικαστήρια μπορούν να αγνοήσουν τις επιθυμίες των πιστωτών, των κατόχων μετοχών και των κατόχων ομολόγων και να εγκρίνουν το σχέδιο ακόμη και αν οι άλλοι δεν συμφωνούν. Το κύριο μέλημα του δικαστηρίου είναι ότι τόσο οι μέτοχοι όσο και οι πιστωτές να αντιμετωπίζονται δίκαια.) (<https://thelawdictionary.org>)

Σχόλιο εταιρείας : Χωρίς σχόλια

5. Εταιρεία : WorldCom

Χρόνος αποκάλυψης σκανδάλου : Μάρτιος 2002

Δημόσιοι ισχυρισμοί: Υπέρβαση των ταμειακών ροών με την καταγραφή λειτουργικών εξόδων ύψους 3,8 δις. έδωσε στον ιδρυτή Bernard Ebbers 400 εκατομμύρια δολάρια σε εξω χρηματιστηριακά δάνεια.

Φορείς διερεύνησης των σκανδάλων : DOJ; SEC; Γραφείο Εισαγγελέα για τη Νότια Περιφέρεια της Νέας Υόρκης. Διάφορες επιτροπές του Κογκρέσου.

Τελευταίες εξελίξεις : Η εταιρεία εξέπληξε την Wall Street όταν αποκάλυψε άλλα 3,3 δις δολάρια σε ακατάλληλα κρατηθέντα κεφάλαια (δαπάνες που είχαν καταχωρηθεί ως επενδυτικά κεφάλαια), τα οποία θα φθάσουν συνολικά τα 7,2 δις δολάρια της αναδιατύπωσης των οικονομικών καταστάσεων και ότι ίσως χρειαστεί να διαγράψει μια υπεραξία ύψους 50 δις δολαρίων. Ο πρώην οικονομικός διευθυντής Scott Sullivan και ο πρώην ελεγκτής David Myers έχουν συλληφθεί και κατηγορηθεί για ποινικές κυρώσεις, ενώ εξακολουθούν να υπάρχουν φήμες για την επικείμενη κατηγορία έναντι του Bernard Ebbers.

Σχόλιο εταιρείας : Η WorldCom συνεχίζει να συνεργάζεται με όλες τις τρέχουσες έρευνες.

6. Εταιρεία : Adelphia Communications

Χρόνος αποκάλυψης σκανδάλου : Απρίλιος 2002

Δημόσιοι ισχυρισμοί: Η ιδρυτική οικογένεια Rigas εισέπραξε 3,1 δις δολάρια σε δάνεια εκτός ισολογισμού που υποστηρίχθηκαν από την Adelphia. Υπερεκτίμησε τα αποτελέσματά της, αυξάνοντας τα κεφαλαιακά έξοδα και κρύβοντας το χρέος.

Φορείς διερεύνησης των σκανδάλων : SEC, Ομοσπονδιακό Δικαστήριο Πενσυλβάνιας και Νέας Υόρκης.

Τελευταίες εξελίξεις : Τρία μέλη της οικογένειας Rigas και δύο πρώην στελέχη έχουν συλληφθεί για απάτη. Η εταιρεία μήνυσε ολόκληρη την οικογένεια Rigas για 1 δις δολάρια για παραβίαση των καθηκόντων καταπιστεύματος, μεταξύ άλλων.

Σχόλιο εταιρείας : Δεν απάντησαν σε επαναλαμβανόμενες κλήσεις για σχολιασμό.

7. Εταιρεία : Tyco

Χρόνος αποκάλυψης σκανδάλου : Μάιος 2002

Δημόσιοι ισχυρισμοί: Ο πρώην διευθύνων σύμβουλος L.Dennis Kozlowski κατηγορείται για φοροδιαφυγή. Η SEC διερευνά το κατά πόσον η εταιρεία γνώριζε τις ενέργειές του, την πιθανή καταχρηστική χρήση των κεφαλαίων της και τις συναφείς συναλλαγές, καθώς και τις ακατάλληλες πρακτικές λογιστικής των συγχωνεύσεων.

Φορείς διερεύνησης των σκανδάλων : Εισαγγελέας Μανχάταν, SEC

Τελευταίες εξελίξεις : Είπε ότι δεν θα πιστοποιήσει τα οικονομικά αποτελέσματα της μέχρι να ολοκληρωθεί η εσωτερική έρευνα. Η εταιρεία που εδρεύει στις Βερμούδες δεν υποχρεούται να τηρήσει την προθεσμία της 14ης Αυγούστου. Οι επενδυτές που επιθυμούν να παραιτηθούν όλα τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου που εξυπηρέτησαν την Kozlowski θα ξεκινήσουν έναν αγώνα για αυτό.

Σχόλιο εταιρείας : Η εταιρεία διενεργεί εσωτερική έρευνα και δεν μπορούμε να σχολιάσουμε τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της, αλλά θα καταθέσουμε ένα φάκελο με 8-K στα αρχικά αποτελέσματα γύρω στις 15 Σεπτεμβρίου.

Από τα πιο θεμελιώδη ζητήματα της χρηματοοικονομικής και λογιστικής αποτελούν οι πληροφορίες των λογιστικών αριθμών για την εξακρίβωση των τιμών και αποδόσεων των κεφαλαίων. Ο κύριος σκοπός των οικονομικών καταστάσεων είναι να παρέχουν μια αληθινή και σαφή εικόνα των δραστηριοτήτων της εταιρείας και της οικονομικής της θέσης. Αν δεν υπάρχει σχέση μεταξύ της αξίας των εταιρειών και των αριθμών που περιγράφονται στις οικονομικές καταστάσεις, οι οικονομικές αναφορές παύουν να έχουν σημασία.

Οι Ball και Brown (1968) είναι οι πρώτοι που κάνουν σχετική αναφορά και διαπιστώνουν ότι μη φυσιολογικές αποδόσεις μετοχών σχετίζονται με κέρδη που δεν ερμηνεύονται επαρκώς. Κατά συνέπεια η εμπειρική έρευνα της αξίας των λογιστικών πληροφοριών είναι ένας έλεγχος της εγκυρότητας και της αξιοπιστίας των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών (Pathirawasam Ch., 2010) .

Η δομή της εργασίας αναπτύσσεται ως εξής:

Στο Κεφάλαιο 1 γίνεται παρουσίαση της έννοιας της διαχείρισης κερδών καθώς και χαρακτηριστικών παραδειγμάτων εταιρικών σκανδάλων και της αξίας λογιστικής πληροφόρησης και της συμβολής της στην διαμόρφωση της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής. Στο Κεφάλαιο 2 η βιβλιογραφική ανασκόπηση που αφορά στα κίνητρα και στις τεχνικές διαχείρισης κερδών, στην λογιστική των δεδουλευμένων καθώς και στην αξία της λογιστικής πληροφόρησης. Στο Κεφάλαιο 3 παρουσιάζονται τα δεδομένα και περιγραφικά στατιστικά στοιχεία των εταιρειών του δείγματος που αφορούν στην ταξινόμηση κατά ICB και στην κατηγοριοποίηση με κριτήριο το market cap. Στο Κεφάλαιο 4 διατυπώνονται τα ερευνητικά ερωτήματα και η μεθοδολογία της έρευνας για την διαχείριση κερδών και την αξία λογιστικής πληροφόρησης. Στο Κεφάλαιο 5 παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα της στατιστικής επεξεργασίας των στοιχείων και η ερμηνεία τους. Στο Κεφάλαιο 6 αποτυπώνονται τα συμπεράσματα αυτής της μελέτης.

Κεφάλαιο 2

Βιβλιογραφική ανασκόπηση

2.1. Διαχείριση κερδών (*Earnings management*)

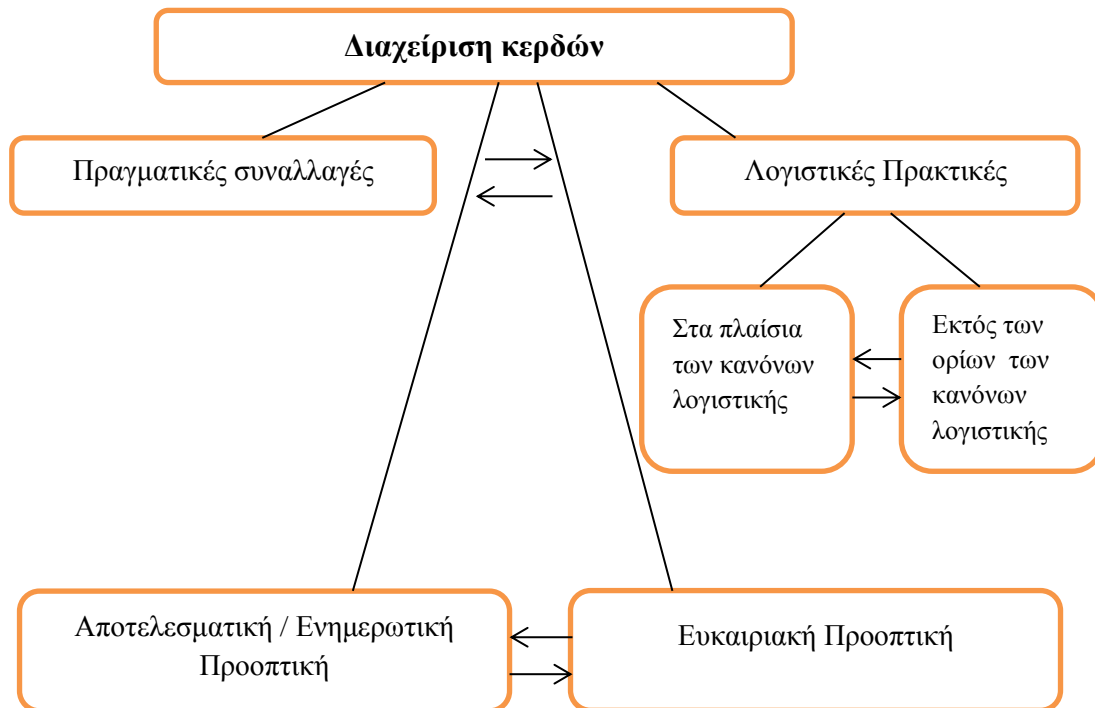
Η διαχείριση των κερδών έχει απασχολήσει πολλούς ερευνητές και για πολλά χρόνια ως ένα σύνθετο και πολύπλοκο φαινόμενο. Έχουν γραφτεί πολλά βιβλία και άρθρα σχετικά με το θέμα της διαχείρισης των κερδών και ιδιαίτερα κατά την τελευταία δεκαετία. Παρόλα αυτά δεν υπάρχει ένας και μοναδικός ορισμός της έννοιας της διαχείρισης των κερδών. Πολλές μελέτες έχουν προσπαθήσει να αποδείξουν την ύπαρξη της διαχείρισης των κερδών ενώ άλλες υποθέτουν ότι σχετίζεται με τις χρηματοπιστωτικές αγορές, την ασυμμετρία πληροφόρησης και την επίλυση προβλημάτων των εταιρειών (Callao et al, 2014).

Το φαινόμενο της διαχείρισης κερδών

Λόγω της δυσκολίας στον καθορισμό της έννοιας της διαχείρισης των κερδών υπάρχουν διάφορες συζητήσεις ερευνητών και διαφορετικές απόψεις για τον ορισμό της. Η έλλειψη διαφάνειας στα στοιχεία των χρηματοοικονομικών αναφορών μπορεί να οδηγήσει σε εσφαλμένα συμπεράσματα τους διαχειριστές, τους μετόχους αλλά και γενικότερα τους υπόλοιπους εμπλεκόμενους με συνέπεια την απώλεια εμπιστοσύνης και την μείωση της διαπραγματευτικής ικανότητας της εταιρείας.

Οι διαφορετικές συζητήσεις σχετικά με την έννοια της διαχείρισης των κερδών αντικατοπτρίζονται με το παρακάτω **Σχήμα 1. Τρέχουσες συζητήσεις διαχείρισης κερδών.**

Σχήμα 1. Τρέχουσες συζητήσεις διαχείρισης κερδών



Πηγή : Callao S., Jarne, J. and Wróblewski, D., 2014. Debates and studies on earnings management: a geographical perspective. *Theoretical Journal of Accounting (Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości)*, 75(131), p. 146

Σχετικά με τις διαφορές μεταξύ της διαχείρισης των πραγματικών κερδών και της διαχείρισης σύμφωνα με τις λογιστικές πρακτικές υπάρχει μια μεγάλη συζήτηση. Η διαχείριση των πραγματικών κερδών λαμβάνει χώρα όταν οι διαχειριστές προκειμένου να αυξήσουν τα κέρδη αναλαμβάνουν δράσεις που αποκλίνουν από την βέλτιστη λογιστική πρακτική (McNichols, 2000 και Roychowdhury, 2006). Ο σκοπός των διαχειριστών είναι η παραπλάνηση των ενδιαφερομένων μερών προκειμένου να πιστεύουν ότι ορισμένοι στόχοι έχουν επιτευχθεί κατά την ομαλή πορεία της ζωής της εταιρείας. Οι Ball και Shivakumar (2006b) ισχυρίζονται ότι οι διαχειριστές είναι πρόθυμοι να προβούν σε δαπανηρές ενέργειες προκειμένου να κάνουν διαχείριση των πραγματικών κερδών, επειδή δεν εντοπίζονται εύκολα και δεν είναι εύκολο να κρίνει κάποιος με βέβαιο τρόπο αν έπρεπε να υλοποιηθούν ή όχι, λόγω της αβεβαιότητας του οικονομικού περιβάλλοντος (Callao et al, 2014).

Με μια πρώτη ματιά, τα κέρδη είναι σημαντικά επειδή οι λογιστικές πληροφορίες είναι σημαντικές γενικότερα. Η παραδοσιακή άποψη σχετικά με την αξία των λογιστικών πληροφοριών είναι ότι αυτές οι πληροφορίες έχουν διπλό ρόλο: την ενημέρωση και την διαχείριση.

Ο ενημερωτικός ρόλος της λογιστικής είναι σημαντικός για τους επενδυτές για την πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών και την εκτίμηση του κινδύνου τους. Υπάρχει σχετική εκτενής βιβλιογραφία η οποία παρουσιάζει την πληροφορία αυτή εμπειρικά, αποκαλύπτοντας την συσχέτιση ανάμεσα στα κέρδη και την τιμή των μετοχών. Ενδεικτικά οι Francis, Schipper, και Vincent το 2003 αναφέρουν ότι τα δημοσιευμένα στοιχεία των κερδών συνδέονται στενότερα με τις τιμές των μετοχών παρά με τα άλλα στοιχεία των οικονομικών αναφορών όπως οι πωλήσεις και οι ταμειακές ροές.

Ο διαχειριστικός ρόλος της λογιστικής σε ανώνυμες εταιρείες προκύπτει από το γεγονός της διαφοράς μεταξύ ιδιοκτησίας και διαχείρισης με συνέπεια ο διευθυντής να λειτουργεί για τους μετόχους ως διαχειριστής. Επειδή όμως οι διαχειριστές ενεργούν σύμφωνα και με το προσωπικό τους συμφέρον δεν είναι εύκολα εφικτό να υπάρχουν κοινοί στόχοι μετόχων και διαχειριστή. Εκείνο που μπορεί να βοηθήσει τους μετόχους είναι να υπάρχουν εκείνες οι πληροφορίες που θα επιτρέπουν την παρακολούθηση του διαχειριστή αφότου έχει προβεί σε ενέργειες και να δοθούν κίνητρα που να οδηγούν σε κοινούς στόχους πριν ενεργήσει. Οι Watts και Zimmerman το 1978, επισημαίνουν ότι "μία λειτουργία της οικονομικής αναφοράς είναι να αναγκάσει τη διοίκηση να ενεργεί προς το συμφέρον των μετόχων".

Τα κέρδη είναι πολύτιμα γιατί περνούν το «τεστ της αγοράς». Οι επενδυτές ζητούν να γνωρίζουν τα κέρδη όταν σκέφτονται να αγοράσουν χρεόγραφα της αρχικής δημόσιας προσφοράς (IPO - *Initial Public Offering*) και τα κέρδη περιλαμβάνονται στον τύπο για την αξιολόγηση της τιμής των χρεογράφων όταν η επιχείρηση κερδίζει καθαρό εισόδημα.

Τα κέρδη επίσης λειτουργούν ως βάση για μελλοντικές εκτιμήσεις. Η ανάπτυξη της επιχείρησης κρίνεται από τη σύγκριση των κερδών της αρχικής δημόσιας προσφοράς (IPO) με τα κέρδη που παρουσιάζονται στα επόμενα έτη στις οικονομικές αναφορές. Με ένα απλό παράδειγμα γίνεται αντιληπτό γιατί οι ζημιές μπορεί να είναι επίσης πολύτιμες.

Εάν εξετάσουμε (2) εταιρείες στο τρίμηνο IPO, από τις οποίες η πρώτη επιχείρηση αναφέρει κέρδος \$ 1, σε αντίθεση με την δεύτερη επιχείρηση που αναφέρει ζημιά \$ 1. Μετά το τρίμηνο της IPO και οι δύο εταιρείες παρουσιάζουν όμοια κέρδη : \$ 1 ανά μετοχή. Σε αυτή την περίπτωση η τιμή της μετοχής της δεύτερης επιχείρησης θα είναι υψηλότερη, επειδή η ανάπτυξή της είναι \$ 2, ενώ ο ρυθμός ανάπτυξης της πρώτης επιχείρησης είναι μηδέν (Ronen J. and Yaari V., 2008).

Τα κέρδη είναι επίσης σημαντικά, γιατί εάν δεν επαληθευθούν οι προσδοκίες των επενδυτών και θεωρήσουν ότι η εταιρεία τους παραπλάνησε κατά τη διάρκεια της IPO, μπορούν να μηνύσουν την επιχείρηση. Σύμφωνα με τους Teoh, Welch και Wong στην έρευνά τους το 1998 αναφέρουν ότι «οι εκδότες μπορεί να δημοσιεύουν ασυνήθιστα υψηλά κέρδη, υιοθετώντας τη χρήση των διακριτικών δεδουλευμένων κάνοντας προσαρμογές που αυξάνουν τα αναφερόμενα κέρδη σε σχέση με τις πραγματικές ταμειακές ροές. Αν οι αγοραστές καθοδηγούνται από τα κέρδη, αλλά δεν γνωρίζουν ότι τα κέρδη είναι φουσκωμένα με τη γενναιόδωρη χρήση των δεδουλευμένων, θα μπορούσαν να πληρώσουν πολύ υψηλό τίμημα. Καθώς όμως η πληροφορία για την επιχείρηση αποκαλύπτεται με την πάροδο του χρόνου από τα μέσα μαζικής ενημέρωσης, τους αναλυτές, και τις μεταγενέστερες οικονομικές καταστάσεις, οι επενδυτές δεν διατηρούν την ίδια δυναμική και ενδέχεται να χάσουν την αισιοδοξία τους. Όσο μεγαλύτερη είναι η διαχείριση των κερδών στο χρόνο της προσφοράς, όσο μεγαλύτερη είναι η τελική διόρθωση των τιμών».

Επίσης οι Ball και Shivakumar το 2006α στην έρευνά τους αποκαλύπτουν ότι οι εταιρείες είναι πιο συντηρητικές πριν από τις δημόσιες εγγραφές επειδή ανησυχούν για την στάση των επενδυτών. Οι εταιρείες βελτιώνουν την ποιότητα των αναφορών τους πριν από μια δημόσια εγγραφή προκειμένου να ικανοποιήσουν την ανάγκη των επενδυτών για οικονομικές εκθέσεις υψηλής ποιότητας. Οι μηχανισμοί της αγοράς περιλαμβάνουν την παρακολούθηση από εσωτερικούς και εξωτερικούς ελεγκτές, τα συμβούλια, τους αναλυτές, τους οργανισμούς αξιολόγησης, τον τύπο και άλλα μέρη για την διασφάλιση της εγκυρότητας των στοιχείων των οικονομικών αναφορών.

Επιπλέον οι κανονισμοί του χρηματιστηρίου που επιβάλλονται για τις εισηγμένες επιχειρήσεις τις αναγκάζουν σε προσαρμογή σε αυτούς, με την απειλή για την άσκηση

προσφυγής κατά των μετόχων και την ανάληψη ρυθμιστικών μέτρων, εάν δεν ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους.

Παρά την γενική εντύπωση όλων ότι οι εταιρείες χρησιμοποιούν τη διαχείριση των κερδών, προκειμένου να ωραιοποιήσουν τις χρηματοοικονομικές αναφορές, είναι πολύ δύσκολο στην πράξη να αποδειχθεί ως γεγονός. Σύμφωνα με τους Healy and Wahlen το 1999, η δυσκολία προκύπτει από το γεγονός ότι για να αποδειχθεί η χρήση της διαχείρισης κερδών πρέπει πρώτα να υπολογιστούν τα πραγματικά εταιρικά κέρδη, αφού εξαιρεθούν τα στοιχεία εκείνα που έχουν επηρεάσει τα αναφερόμενα κέρδη και αποτελούν τις συνέπειες της διαχείρισης των κερδών.

Ο ορισμός που δίνουν οι ίδιοι στην έννοια της διαχείριση των κερδών είναι : “η διαχείριση κερδών συμβαίνει όταν οι managers χρησιμοποιούν την δική τους κρίση για τη χρηματοοικονομική πληροφόρηση και τη διάρθρωση των συναλλαγών για να τροποποιήσουν τις οικονομικές εκθέσεις, είτε για να παραπλανήσουν ορισμένους ενδιαφερόμενους σχετικά με την επίδοση της εταιρείας, είτε για να επηρεάσουν τα αποτελέσματα που εξαρτώνται από τα νούμερα στις δημοσιευμένες λογιστικές αναφορές”. Στην έρευνά τους καταλήγουν ότι η διαχείριση των κερδών συμβαίνει για διάφορους λόγους, μεταξύ άλλων για να επηρεαστούν οι αντιλήψεις των χρηματιστηρίων, να αυξηθούν οι αποζημιώσεις διαχείρισης, να μειωθεί η πιθανότητα παραβίασης των συμφωνιών δανεισμού και να αποφευχθεί η κανονιστική παρέμβαση.

Σύμφωνα με τους Healy and Wahlen το 1999 η κρίση των διαχειριστών αφορά στην εκτίμηση πολλών μελλοντικών οικονομικών γεγονότων που αντικατοπτρίζονται στις οικονομικές καταστάσεις, όπως η αναμενόμενη ζωή των πάγιων περιουσιακών στοιχείων, οι υποχρεώσεις για συνταξιοδοτικές παροχές και άλλες παροχές μετά την έξοδο από την υπηρεσία, οι αναβαλλόμενοι φόροι και οι ζημιές από απομειώσεις χρεών και περιουσιακών στοιχείων. Οι διαχειριστές πρέπει επίσης να επιλέξουν μεταξύ των αποδεκτών λογιστικών μεθόδων, όπως η μέθοδος σταθερής ή φθίνουσας απόσβεσης ή οι μέθοδοι LIFO, FIFO ή το μέσο σταθμισμένο κόστος αποθεμάτων. Εκτός από τα παραπάνω οφείλουν να αποφασίσουν τον τρόπο διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης (παραδείγματος χάρη το ύψος των αποθεμάτων, το χρόνο παράδοσης των προϊόντων ή των αγορών) που επηρεάζει τα έσοδα και την κατανομή των δαπανών γενικότερα.

Οι διαχειριστές πρέπει επίσης να επιλέξουν αν θα μεταθέσουν στο μέλλον διακριτικές δαπάνες, όπως οι δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη (E & A), ή οι δαπάνες για διαφήμιση ή συντήρηση.

Σύμφωνα με τον παραπάνω ορισμό της διαχείρισης των κερδών από τους Helay and Wahlen, εάν ο σκοπός είναι να παραπλανηθούν οι ενδιαφερόμενοι σχετικά με τις οικονομικές επιδόσεις της εταιρείας, οι διαχειριστές πρέπει να είναι πεπεισμένοι ότι λειτουργούν με βεβαιότητα για την μη αναίρεση των ενεργειών τους από τα ενδιαφερόμενα μέρη. Αυτό επιτυγχάνεται όταν οι διαχειριστές κατέχουν πληροφορίες στις οποίες έχουν ελάχιστοι πρόσβαση και δεν είναι γνωστές στο ευρύ κοινό, οπότε γίνεται αδύνατη η ανίχνευση της διαχείρισης κερδών από τρίτους .

Οι διαχειριστές μπορούν να χρησιμοποιούν τη λογιστική κρίση για να διαμορφώσουν τις οικονομικές εκθέσεις σύμφωνα με το επιθυμητό αποτέλεσμα, όταν ορισμένες λογιστικές επιλογές ή εκτιμήσεις είναι ιδιαίτερα δαπανηρές και αποτελούν δείκτες απόδοσης της επιχείρησης. Στην προκειμένη περίπτωση γίνεται υπερτίμηση των κερδών ή υπερκεράζουν τους περιορισμούς στα τρέχοντα λογιστικά πρότυπα, προκειμένου να προβάλλουν ευοίωνες μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης.

Σε έναν κόσμο πριν το σκάνδαλο της Enron, εκείνο που περίμενε κανείς από έναν Διευθύνοντα Σύμβουλο (Chief Executive Officer-“CEO”) ήταν να καταφέρει να επιδείξει την δέουσα επιμέλεια για την "κατάλληλη" και επιχειρηματική απόδοση. Στον κόσμο μετά τον Νόμο Sarbanes-Oxley, ένας CEO πρέπει να ασκεί τη φροντίδα και την κρίση του με την δέουσα επιμέλεια: α) στους εσωτερικούς εταιρικούς ελέγχους και β) στους ισχύοντες κανόνες δεοντολογίας. Συγκεκριμένα, τα άρθρα 302 και 404 του νόμου αύξησαν την ευθύνη των ανώτερων στελεχών για τις οικονομικές εκθέσεις. Αν οι στόχοι της διοίκησης ήταν σύμφωνοι με τους στόχους των μετόχων ή οι προηγούμενοι μηχανισμοί ήταν επιτυχείς στην ευθυγράμμιση των στόχων και των δύο, κανένας μέτοχος δεν θα χρειαζόταν την προστασία του SOX (Ronen J. and Yaari V., 2008).

Οι μέτοχοι αποτελούν μια ετερόκλητη ομάδα, κάποιοι από αυτούς επιθυμούν η επιχείρηση να μεγιστοποιήσει τη μακροπρόθεσμη αξία, επειδή είναι επενδυτές με κατοχή τίτλων για πολλά χρόνια, ενώ άλλοι θέλουν την επιχείρηση να μεγιστοποιήσει τη βραχυπρόθεσμη τιμή,

γιατί συναλλάσσονται περιστασιακά σε κρίσιμες φάσεις και επειδή σχεδιάζουν να πουλήσουν στο άμεσο μέλλον (Ronen and Yaari, 2002)

Στην έρευνά του ο Yermack το 2006 υπογραμμίζει την διαφορετικότητα ανάμεσα στους μετόχους και τον CEO με τον ισχυρισμό ότι αν τοποθετηθεί ένας μέτοχος στη θέση του Διευθύνοντα Συμβούλου του δίνεται αυτόματα η ευκαιρία να απολαύσει προνόμια που είναι απρόσιτα για τους μετόχους, όπως η χρήση των αεροπορικών αεροσκαφών της εταιρείας, διαμερίσματα, ιατρική κάλυψη, συμμετοχή σε συλλόγους και δάνειο με ευνοϊκό επιτόκιο και αυτό έχει σαν συνέπεια την αλλαγή συμπεριφοράς και οπτικής των πραγμάτων. Για να τεκμηριώσει την άποψή του φέρει ως τρανταχτό παράδειγμα την περίπτωση του Michael S. Ovitz, ο οποίος προσλήφθηκε σαν πρόεδρος της Disney το 1995 και ενάμιση περίπου χρόνο μετά αποχώρησε με μια αποζημίωση μαμούθ ύψους 140 εκατομμυρίων δολαρίων για δαπάνες πολυτελούς διαβίωσης όπως λιμουζίνες, δεξιώσεις και άλλα προσωπικά έξοδα. Η αποζημίωση αυτή δεν ανταποκρινόταν στην συνεισφορά του και ήταν υπερβολική και σκανδαλώδης σε σχέση με ύψος και το είδος των δαπανών για το μικρό χρονικό διάστημα της θητείας του. Επίσης θεωρήθηκε ύποπτο από τους μετόχους το γεγονός ότι συναίνεσε το Διοικητικό Συμβούλιο τόσο στην πρόσληψή του, όσο και στο πακέτο της αποζημίωσής του κατά την αποχώρηση, οι οποίοι απαίτησαν με αγωγή αποζημίωση ύψους 200 εκατομμυρίων δολαρίων που ισοδυναμεί με την αποζημίωση συν τους τόκους που καταβλήθηκαν στον Michael S. Ovitz, υποστηρίζοντας ότι το Διοικητικό Συμβούλιο παραμέλησε τα καθήκοντά του(www.nytimes.com) .

2.1.1. Κίνητρα της διαχείρισης κερδών

Η χρηματοοικονομική πληροφόρηση είναι ιδιαίτερα σημαντική και καθοριστική επειδή σχετίζεται με αποζημιώσεις στελεχών, επίτευξης στόχων και συμβάσεων στο εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης και επίσης αφορά σε αποφάσεις και επιλογές των οικονομικών αναλυτών, επενδυτών, προμηθευτών, φορολογικής διοίκησης και άλλων ενδιαφερομένων μερών. Όλοι αυτοί οι παράγοντες δημιουργούν ισχυρά κίνητρα στα διαχειριστικά στελέχη να χειραγωγήσουν τα κέρδη της επιχείρησης.

Οι εταιρείες χειραγωγούν τα κέρδη τους πριν από την εξαγορά με χρήση των δεδουλευμένων εξόδων για να αυξήσουν τη διαπραγματευτική ισχύ τους και να επιτύχουν καλύτερη τιμή εξαγοράς για την εταιρεία τους και πριν από τις αρχικές δημόσιες προσφορές (IPO) για να επιτύχουν υψηλότερη τιμή μετοχής. Ιδιαίτερα κατά την φάση της IPO οι εταιρείες έχουν μια μεγάλη ευκαιρία να αντλήσουν κεφάλαια για την μελλοντική ανάπτυξή τους και οι CEO να κτίσουν τη φήμη τους. Παροτρύνεται επομένως η διοίκηση από τις συνθήκες να κάνει ευκαιριακή διαχείριση κερδών πριν από μια αρχική δημόσια προσφορά μετοχών σύμφωνα με τους (Healy and Wahlen, 1999, Chen et al., (2005) .

Η αγορά ανταμείβει με μεγαλύτερες ετήσιες αποδόσεις τις επιχειρήσεις που ανταποκρίνονται στις προσδοκίες και στις προβλέψεις των αναλυτών επειδή αναμένεται ότι τα κέρδη στο μέλλον θα είναι υψηλότερα. Όπως επίσης η αγορά τιμωρεί τις επιχειρήσεις που είχαν ανταποκριθεί αρχικά στις προσδοκίες και στη συνέχεια δεν το έκαναν. Αυτό δηλώνει ότι υπάρχει κόστος για την κάλυψη των προσδοκιών μέσω της επιτάχυνσης των κερδών, επειδή καθιστά πιο δύσκολο να ικανοποιηθούν οι προσδοκίες στις μελλοντικές περιόδους. Σε περιόδους ισχυρής απόδοσης μια στρατηγική μεγαλύτερης αποκάλυψης κερδών από τη διοίκηση και μικρότερης αποκάλυψης σε ασθενέστερες περιόδους δεν επιτρέπει στους αναλυτές να θέσουν ρεαλιστικές προσδοκίες για μια επιχείρηση με συνέπεια, και αυτό μπορεί να δημιουργήσει δαπανηρές αρνητικές εκπλήξεις στο μέλλον. (Kasznik R., McNichols M., 2002).

Οι Abarbanell και Lehavy (2002) διαπιστώνουν ότι οι αναλυτές δεν καταφέρνουν ή δεν είναι κινητοποιημένοι να προβλέψουν πλήρως τη διαχείριση των κερδών των επιχειρήσεων και αυτό έχει σαν συνέπεια οι επιχειρήσεις να έχουν το κίνητρο να διαχειριστούν τα κέρδη για να επιτύχουν τους στόχους τους.

Για τις επιχειρήσεις που υπερβαίνουν τις προβλέψεις των αναλυτών τα κέρδη μειώνονται με σκοπό να μπορούν να ανταποκριθούν στα προσδοκώμενα κέρδη του επόμενου έτους. Υπάρχουν μεγαλύτερες αποδόσεις που συνδέονται με το μηδενικό ή ελαφρά θετικό κέρδος και τα κέρδη μειώνονται για να προκαλέσουν την έκπληξη της είδησης των θετικών κερδών στο μέλλον. Επίσης οι επιχειρήσεις που αναφέρουν κέρδη που υπερβαίνουν τις προσδοκίες ενδέχεται να είναι αντιμέτωπες με υψηλότερες προσδοκίες κερδών την επόμενη χρονιά, που μπορεί να μην είναι σε θέση να εκπληρώσουν ενώ διακρατούν τα επιπλέον κέρδη σε διαθεσιμότητα.

Οι επιχειρήσεις που ανταποκρίνονται στις προβλέψεις των αναλυτών, τείνουν να αυξάνουν τα κέρδη (Skinner D.J., και Sloan R.G., 2002 και Bartov et.al. 2002), επειδή οι κεφαλαιαγορές τιμωρούν τις επιχειρήσεις για την αποτυχία της υπέρβασης ή εκπλήρωσης των προβλέψεων των αναλυτών (Meeting or Beating Expectations – “MBE”), συνεπώς ειδικά οι αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις έχουν πολύ ισχυρά κίνητρα για να καλύψουν τουλάχιστον τις προσδοκίες των κερδών (Lee J., 2007)

Όπως αναφέρουν σε άρθρο τους το 2015 οι Quan Y., και Liang S., σε έρευνα που διεξάχθηκε σε 400 οικονομικούς διευθυντές (Chief Financial Officers - “CFO”) οι Graham et al. (2005) διαπιστώνουν ότι το 73,5% των διευθυντικών στελεχών έλαβε σοβαρά υπόψη την πρόβλεψη των κερδών από τους αναλυτές, ως σημαντικό σημείο αναφοράς στην δημοσίευση των τριμηνιαίων κερδών. Ένα άρθρο που δημοσιεύθηκε στο Fortune το 2003 αναφέρει ότι η υπέρβαση της πρόγνωσης των αναλυτών ήταν ο πιο εντυπωσιακός τρόπος μέτρησης της επιτυχίας κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990. Για παράδειγμα η τιμή της μετοχής μειώθηκε κατά 21% Yahoo! Inc, την ημέρα της δημοσίευσης των κερδών του β τριμήνου του 2006 επειδή τα κέρδη της υπολείπονταν από τα προβλεπόμενα σύμφωνα με τους αναλυτές (Bloomberg, 2006). Όσο η κεφαλαιαγορά και οι εισηγμένες εταιρείες δίνουν μεγαλύτερη προσοχή στις προβλέψεις των αναλυτών, η διαχείριση συχνά αναγκάζει τους αναλυτές να κάνουν προβλέψεις, με σκοπό την πρόκληση την αντίδραση της αγοράς που είναι πιο έντονη στα κέρδη παρά στις αναθεωρήσεις των προβλέψεων (Bartov et al., 2002).

Μια επιχείρηση προκειμένου να διατηρήσει την ευημερία της, είναι αναγκαία η κάλυψη ή υπέρβαση των προβλέψεων των αναλυτών. Ο E.Schonfeld (1998) σε άρθρο του στο Fortune με τίτλο “The Guidance game” (Το παιχνίδι της καθοδήγησης) αναφέρει μεταξύ άλλων ότι :

« Η εταιρεία επιτρέπεται να παράσχει στοιχεία ή αλλιώς αποκαλούμενη καθοδήγηση σχετικά με το ποια θα είναι τα αναμενόμενα κέρδη. Ο καθοδηγούμενος αριθμός εμφανίζεται ως συναινετική εκτίμηση μεταξύ των αναλυτών. Εάν τα πραγματικά κέρδη της εταιρείας καλύψουν ή υπερβούν τις εκτιμήσεις των αναλυτών τόσο η εταιρεία όσο και οι αναλυτές κερδίζουν: Το απόθεμα ανεβαίνει και όλοι φαίνονται έξυπνοι ... Κατά συνέπεια οι εταιρείες υφίστανται τεράστια πίεση για να επιτευχθούν οι εκτιμήσεις συναίνεσης και οι αναλυτές επαφίενται στις εταιρείες για να διαμορφώσουν τις αναμενόμενες εκτιμήσεις κερδών ...». Στο βιβλίο τους οι Luc Thevenoz και Rashid Bahar (2006) αναφέρουν ότι υπάρχουν δύο κορυφαίοι μηχανισμοί διαχείρισης των κερδών προκειμένου να καλύψουν ή να υπερβούν τις εκτιμήσεις των αναλυτών : πρώτον να χρησιμοποιήσουν τα διακριτικά δεδουλευμένα για να χειραγωγήσουν τα αποτελέσματα και δεύτερον να διασπείρουν την απαισιοδοξία με αρνητικά στοιχεία προκειμένου να τους οδηγήσουν σε αναθεωρήσεις των κερδών προς τα κάτω. Αυτό θα διευκολύνει την επιτυχή κάλυψη ή υπέρβαση των εκτιμήσεων των αναλυτών οι οποίες τεχνηέντως θα έχουν υποστεί μείωση. Οι Fuller και Jensen (2002) στην έρευνά τους διαπιστώνουν την προσπάθεια των διαχειριστών να χειραγωγήσουν τις προβλέψεις των αναλυτών. Τα “stock options”⁶ (δικαιώματα προαίρεσης) ως συστατικό στοιχείο των αποζημιώσεων τους, τους υποχρεώνουν για την διατήρηση ή την ενίσχυση της βραχυπρόθεσμης αξίας της μετοχής, η οποία πλέον αποτελεί προτεραιότητά τους λόγω ιδίων συμφερόντων. Το σημείο κλειδί της πληροφορίας είναι « οι προ – αναγγελίες πριν από την έκπληξη» όπως υπογραμμίζει ο E.Schonfeld (1998) με την διαπίστωση ότι στα τέλη του 1998 πραγματοποιήθηκαν 2.555 προ-αναγγελίες έναντι 715 το 1995!!

Οι Iatridis και Kadorinis (2009), αναφέρουν ότι οι επιχειρήσεις με χαμηλή κερδοφορία και υψηλή μόχλευση όπως επίσης και οι επιχειρήσεις που πλησιάζουν την παραβίαση της σύμβασης χρέους είναι πιθανό να χρησιμοποιήσουν τη διαχείριση κερδών.

⁶ **Stock options - Δικαιώματα προαίρεσης.** Είναι τα δικαιώματα που παρέχονται σε εργαζομένους, διευθυντές, μέλη Δ.Σ., εταίρους και μετόχους, για να αγοράσουν μετοχές της εταιρείας τους σε προσδιορισμένη τιμή (συνήθως στην τιμή αγοράς της μετοχής κατά τη χρονική στιγμή την οποία εκχωρείται στον εργαζόμενο το δικαίωμα προαίρεσης), εντός συγκεκριμένου χρονικού διαστήματος. Συχνά το δικαίωμα προαίρεσης αγοράς μετοχών από εργαζομένους μπορεί να ασκηθεί μόνο μετά από την παρέλευση περιόδου κατοχύρωσης δικαιώματος (vesting period) ή/και αν πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις (όπως π.χ., ελάχιστη αύξηση της τιμής μετοχής). (<http://taxpress.gr>)

Άλλοι ερευνητές εξετάζουν την ικανότητα της εταιρικής διακυβέρνησης, θεσμών και νομικών ρυθμίσεων στον περιορισμό της διαχείρισης κερδών (Chung et al., 2002, Krishnan, 2003, Haw et al., 2004). Οι Burgstahler et al. (2006) υποστηρίζουν ότι η διαχείριση των κερδών είναι πιο διαδεδομένη στις χώρες με αδύναμα συστήματα επιβολής των νόμων (Huang, D.T., Liu, Z.C., 2011).

2.1.2. Τεχνικές διαχείρισης των κερδών

Όπως αναφέρεται στο περιοδικό Journal of Accountancy τον Δεκέμβριο του 1998, στην ομιλία του ο πρόεδρος της SEC, Arthur Levitt, στις 28 Σεπτεμβρίου 1998 στο Κέντρο Νομικής και Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου της Νέας Υόρκης, παρουσίασε τα τεχνάσματα που χρησιμοποιούνται για την διαχείριση των κερδών. Ο Levitt κατέκρινε το παιχνίδι των νευμάτων («game of nods and winks») μεταξύ εταιρικών διευθυντών, ελεγκτών και αναλυτών, οι οποίοι προκειμένου να ικανοποιήσουν τις συναινετικές εκτιμήσεις των κερδών και να σχεδιάσουν μια ομαλή πορεία κέρδους, ο ευσεβής πόθος τους μπορεί να είναι η νίκη της ημέρας πέρα από την πιστή εκπροσώπηση. Η ακεραιότητα μπορεί να χαθεί από την ψευδαίσθηση.

Αν μια εταιρεία δεν παράσχει ουσιαστική ενημέρωση στους επενδυτές σχετικά με το πού βρίσκεται, πού είναι και πού πηγαίνει, δημιουργείται ένα καταστρεπτικό μοτίβο. Ο δεσμός μεταξύ των μετόχων και της εταιρείας δοκιμάζεται έντονα αφού κλονίζεται η εμπιστοσύνη που είναι το υπόβαθρο των κεφαλαιαγορών. Ο Levitt τόνισε ότι η συνεχιζόμενη καλή τύχη των χρηματαγορών εξαρτάται από σαφείς και αναμφισβήτητες οικονομικές καταστάσεις. Σύμφωνα με την λογιστική άμπρα – κατάμπρα όπως την κατονόμασε (accounting hocus-rocus), ο Levitt παρουσίασε πέντε βασικές ψευδαισθήσεις που θεωρούσε ότι έκαναν δυσδιάκριτη την διαδικασία χρηματοοικονομικών αναφορών (www.sec.gov).

“Big bath accounting”. Οι εταιρείες είναι πιθανό να διογκώνουν τις εφάπαξ χρεώσεις που συνδέονται με την αναδιάρθρωση για να πετύχουν την ισορροπία τους, καθαρίζοντας τον ισολογισμό τους. Το χρηματιστήριο θα αγνοήσει μια εφάπαξ απώλεια και θα επικεντρωθεί στα μελλοντικά κέρδη. Η χρηματοοικονομική πληροφόρηση πρέπει να αντανakλά τις δαπάνες αναδιάρθρωσης, όχι όμως να οδηγεί στην απαλοιφή όλων των σχετικών δαπανών και ενδεχομένως και άλλων.

“Creative acquisition accounting” . Ο Levitt επέκρινε μια διαδικασία που ονόμαζε «μαγική συγχώνευση» η οποία συντελείται όταν μερικοί αγοραστές επιχειρήσεων χρησιμοποιούν το απόθεμα ως νόμισμα εξαγοράς. Κατά τη διάρκεια της διαδικασίας, κατατάσσουν ένα συνεχώς αυξανόμενο τμήμα της τιμής εξαγοράς ως έρευνα και ανάπτυξη, οπότε αυτό το ποσό μπορεί να διαγραφεί σε μια εφάπαξ χρέωση που θα εξαλείψει τυχόν μελλοντικά κέρδη.

“Miscellaneous cookie-jar reserves”. Ορισμένες εταιρείες χρησιμοποιούν μη ρεαλιστικές υποθέσεις για την εκτίμηση των υποχρεώσεων όπως οι επιστροφές πωλήσεων, οι απώλειες δανείων ή το κόστος εγγύησης. Η τακτική αυτή παρομοιάζεται σαν να αποθηκεύει κανείς στη διάρκεια των καλών περιόδων σε ένα βάζο μπισκότων σαν παρακαταθήκη για την κατανάλωσή τους στις δύσκολες στιγμές. Ένα παράδειγμα που έφερε ο Levitt αφορούσε μια εταιρεία που παρουσίασε μια μεγάλη εφάπαξ απώλεια των κερδών δήθεν για να αποζημιώσει τους franchises για εξοπλισμό που δεν είχε ακόμη αγοραστεί και την ίδια στιγμή ανακοίνωσε ότι τα μελλοντικά κέρδη θα αυξηθούν κατά 15% ετησίως. Η εικονική αύξηση των κερδών επιτεύχθηκε με το τέχνασμα της ψευδούς εμφάνισης επιπλέον δαπανών από τις πραγματικές.

“Materiality” . Ο Levitt συμφώνησε ότι ορισμένα στοιχεία μπορεί να είναι τόσο ασήμαντα που δεν αξίζει να μετρηθούν με ακρίβεια. Ωστόσο, ορισμένες εταιρείες καταχρώνται την έννοια της σημαντικότητας. Καταγράφουν σκόπιμα σφάλματα εντός καθορισμένου ανώτατου ορίου και υποστηρίζουν ότι η επίδραση στο κατώτατο όριο είναι πολύ μικρή για να έχει σημασία, αποκρύπτοντας προφανώς στοιχεία που υποδηλώνουν διαφορετική εικόνα. Ο Levitt αναρωτιέται αν έχουν έτσι τα πράγματα, γιατί εργάζονται τόσο σκληρά για να δημιουργήσουν αυτά τα λάθη; Ίσως ακριβώς επειδή το αποτέλεσμα μπορεί να έχει σημασία. Όταν η διαχείριση ή οι εξωτερικοί ελεγκτές αμφισβητούνται σχετικά με σαφείς παραβιάσεις των GAAP απαντούν αμήχανα "Δεν πειράζει, είναι επουσιώδεις αυτές οι παραβιάσεις." Η απουσία πρόβλεψης κερδών μιας δεκάρας (“penny”) τόνισε για παράδειγμα, μπορεί να οδηγήσει σε απώλεια εκατομμυρίων στην κεφαλαιοποίηση της αγοράς⁷, επομένως τα αποκαλούμενα ως απλά γεγονότα και άνευ σημασίας, μπορεί εντέλει να είναι καθοριστικά.

“Revenue recognition” . “Σκεφτείτε ένα μπουκάλι καλό κρασί”, είπε ο Levitt. Δεν θα βγάλετε τον φελλό από το μπουκάλι πριν να είναι έτοιμο το κρασί. Ωστόσο, ανέφερε ότι κάποιες εταιρείες κάνουν ακριβώς αυτό, πετούν τον φελλό από το μπουκάλι χωρίς να είναι έτοιμο ακόμα το κρασί, αναγνωρίζοντας τα έσοδα πριν από την ολοκλήρωση της πώλησης, όταν ο πελάτης έχει ακόμα τη δυνατότητα να ακυρώσει ή να καθυστερήσει την πώληση.

⁷ **Κεφαλαιοποίηση της αγοράς (Market capitalization)** : 1. Η τρέχουσα αγοραία αποτίμηση μιας εταιρείας των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται δημόσια και υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας τον αριθμό των μετοχών που κατέχονται από τους μετόχους με την τρέχουσα αγοραία τιμή ανά μετοχή. Ωστόσο, δεν είναι απαραίτητα η τιμή που θα πληρώσει ο αγοραστής για ολόκληρη την επιχείρηση και δεν είναι επίσης μια ρεαλιστική εκτίμηση του πραγματικού μεγέθους της επιχείρησης, επειδή η τιμή αγοράς μιας μετοχής βασίζεται στη διαπραγμάτευση μόνο ενός μέρους των συνολικών μετοχών της εταιρείας. 2. Άθροισμα της τρέχουσας αγοραίας αξίας όλων των τίτλων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην χρηματοπιστωτική αγορά (www.businessdictionary.com).

2.1.3. Λογιστική των δεδουλευμένων

Η πιο συνηθισμένη πρακτική παραποίησης των οικονομικών καταστάσεων είναι η λογιστική των δεδουλευμένων (accruals). Στη λογιστική των δεδουλευμένων εσόδων και εξόδων, ο χρόνος πραγματοποίησης των εσόδων δεν ταυτίζεται με το χρόνο της είσπραξης τους (π.χ. πωλήσεις εμπορευμάτων με πίστωση), ενώ σε άλλες πρώτα εισπράττονται και μετά πραγματοποιούνται (π.χ. προείσπραξη διδάκτρων). Επίσης ο χρόνος πραγματοποίησης των εξόδων αποδεδουλευθεί από το χρόνο πληρωμής τους, μπορεί πρώτα να πληρώνονται τα έξοδα και μετά να πραγματοποιούνται, ή πρώτα να πραγματοποιούνται και μετά να πληρώνονται (π.χ. τα ενοίκια, οι χρεωστικοί τόκοι, οι μισθοί της διοίκησης, οι αμοιβές των εξωτερικών ελεγκτών και των νομικών συμβούλων). Ο χρόνος πραγματοποίησης των δεδουλευμένων είναι η λογιστική χρήση μέσα στην οποία χρησιμοποιεί η επιχείρηση τα στοιχεία του Ενεργητικού της, τις υπηρεσίες τρίτων ή τα στοιχεία του Ενεργητικού τρίτων.

Στην εργασία του ο Kersten (2011) αναφέρει ότι σύμφωνα με τους Dechow και Skinner (2000) για να έχει κάποιος σαφή εικόνα για τα κέρδη πρέπει να λάβει υπόψη του το ρόλο της λογιστικής των δεδουλευμένων. Το FASB⁸ δίδει τους παρακάτω ορισμούς για την λογιστική των δεδουλευμένων: “Η λογιστική των δεδουλευμένων επιχειρεί να καταγράψει τα οικονομικά αποτελέσματα μιας οικονομικής οντότητας και άλλων γεγονότων και περιστάσεων που έχουν συνέπειες σε μετρητά για στην οικονομική οντότητα, στις περιόδους κατά τις οποίες αυτές οι συναλλαγές εμφανίζονται τα γεγονότα και οι περιστάσεις και όχι μόνο στις περιόδους κατά τις οποίες έλαβε ή κατέβαλε μετρητά η οντότητα [FASB 1985, SFAC⁹ αριθ. 6, παρ. 139].

⁸ Το FASB (Financial Accounting Standards Board) - Συμβούλιο Δημοσιονομικών Λογιστικών Προτύπων είναι ιδιωτικός φορέας μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα, καθορισμού προτύπων οργανισμών του οποίου πρωταρχικός στόχος είναι η καθιέρωση και η βελτίωση των γενικών αποδεκτών λογιστικών αρχών (GAAP) στις Ηνωμένες Πολιτείες προς το συμφέρον του κοινού. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (SEC) όρισε το FASB ως τον οργανισμό που είναι υπεύθυνος για τον καθορισμό λογιστικών προτύπων για τις ανώνυμες εταιρείες στις ΗΠΑ. Η FASB αντικατέστησε το Συμβούλιο Λογιστικών Αρχών του Αμερικανικού Ινστιτούτου Πιστοποιημένων Λογιστών (AICPA) την 1η Ιουλίου 1973(<https://en.wikipedia.org>).

⁹ Η SFAC (Statement of Financial Accounting Concepts) – Κατάσταση Χρηματοοικονομικών Εννοιών είναι έγγραφο που εκδίδεται από το Συμβούλιο Χρηματοοικονομικών Λογιστικών Προτύπων (FASB) και καλύπτει τις γενικές έννοιες χρηματοοικονομικής πληροφόρησης. Σκοπός του εγγράφου SFAC είναι να παρέχει μια γενική επισκόπηση των λογιστικών εννοιών, ορισμών και ιδεών. Θεωρείται ως προοίμιο της Κατάστασης Χρηματοοικονομικών Λογιστικών Προτύπων (Statement of Financial Accounting Standards) (<https://en.wikipedia.org>).

Η λογιστική σε δεδουλευμένη βάση χρησιμοποιεί διαδικασίες απόκτησης, αναβολής και κατανομής, των οποίων ο στόχος είναι να συνδεθούν τα έσοδα, τα έξοδα, τα κέρδη και τις ζημίες σε περιόδους που αντικατοπτρίζουν την απόδοση μιας οικονομικής οντότητας κατά τη διάρκεια μιας περιόδου αντί να αναφέρει απλά τα έσοδα και τις δαπάνες της. Έτσι, η αναγνώριση των εσόδων, τα έξοδα, τα κέρδη και οι ζημίες και οι σχετικές αυξήσεις ή μειώσεις των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού - συμπεριλαμβανομένης της αντιστοίχισης του κόστους, των εσόδων, της κατανομής και των αποσβέσεων - είναι η ουσία της χρήσης της λογιστικής των δεδουλευμένων για τη μέτρηση των επιδόσεων των οντοτήτων [FASB 1985, SFAC αριθ. 6, παρ. 145]”.

Με άλλα λόγια, ο κύριος στόχος της λογιστικής σε δεδουλευμένη βάση είναι η καταγραφή εσόδων και δαπανών στην περίοδο κατά την οποία πραγματοποιήθηκαν (Kersten M., 2011).

2.1.3.1. Διαχωρισμός δεδουλευμένων

Ο διαχωρισμός μεταξύ διακριτικών και μη διακριτικών δεδουλευμένων στοιχείων είναι σημαντικός. Με τη διακριτική ευχέρεια στις λογιστικές αποφάσεις της διοίκησης, δίδεται η δυνατότητα για παρεμβάσεις στη διαδικασία σύνταξης χρηματοοικονομικών αναφορών.

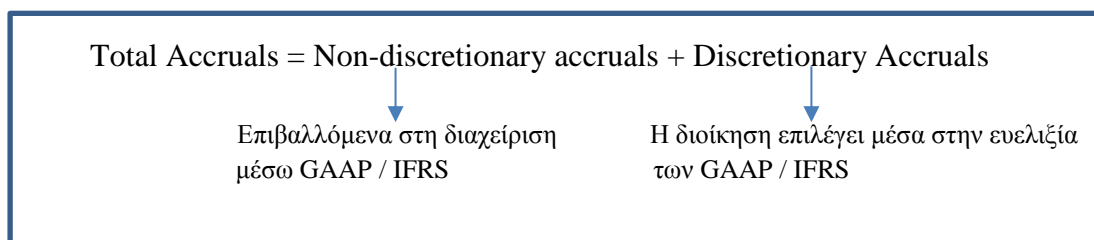
Τα δεδουλευμένα διακρίνονται σε (2) μέρη:

Total Accruals = Non-Discretionary Accruals + Discretionary Accruals (TA = NDA + DA)

- Τα μη διακριτικά δεδουλευμένα (non discretionary accruals), τα οποία αφορούν λογιστικές ρυθμίσεις στις ταμειακές ροές, σύμφωνα με τα λογιστικά πρότυπα και κανόνες. Αφορούν σε δαπάνες που πρόκειται να πραγματοποιηθούν και καταγράφονται στα λογιστικά βιβλία, όπως είναι ο μισθός του επόμενου μήνα και η τήρηση αυτή είναι υποχρεωτική.
- Τα διακριτικά δεδουλευμένα (discretionary accruals), υπόκεινται στην διακριτική ευχέρεια της διοίκησης, όπως είναι οι προβλέψεις επισφαλών απαιτήσεων και οι αποσβέσεις στην χρονική περίοδο εισαγωγής μίας εταιρείας στο χρηματιστήριο. Αφορούν σε δαπάνες που πρόκειται να πραγματοποιηθούν και καταγράφονται στα λογιστικά βιβλία, είναι όμως προαιρετικές και όχι υποχρεωτικές.

Σχήμα 2: Μη διακριτικά δεδουλευμένα και Διακριτικά δεδουλευμένα

Συνολικά Δεδουλευμένα = Μη διακριτικά δεδουλευμένα + Διακριτικά δεδουλευμένα



Πηγή : Shahzad A., (2016). Detecting Earning Management and Earning Manipulation in BRIC Countries; a Panel Data Analysis for Post Global Financial Crisis Period. *International Journal of Accounting Research* 4: 134 (page 4)

Η λεπτή διαφορά μεταξύ διαχείρισης κερδών και χειραγώγησης κερδών εξηγείται από τους Dechow et al.(2000) ως εξής: “Όταν οι λογιστικές πρακτικές παραβιάζουν τις Γενικά Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές (General Accepted Accounting Principles-“GAAP”) και τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (International Accounting Standards – “IAS”), ονομάζονται χειραγώγηση κερδών και ανέντιμη λογιστική. Αν η διοίκηση χρησιμοποιεί την διακριτική ευχέρεια στις λογιστικές πρακτικές, η οποία δεν παραβιάζει τις GAAP ή τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικών Αναφορών (International Financial Reporting Standards – “IFRS”), τότε οι ενέργειες αυτές αποκαλούνται διαχείριση κερδών”. (Shahzad A., 2016).

Μία από τις σημαντικότερες διαφορές μεταξύ των IAS και των IFRS είναι ότι η σειρά προτύπων των IAS δημοσιεύθηκε από την Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (International Accounting Standards Committee – “IASC”) μεταξύ του 1973 και του 2001, ενώ τα πρότυπα για τα IFRS δημοσιεύθηκαν από το Συμβούλιο Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (International Accounting Standards Board – “IASB”) από το 2001. Όταν το IASB ιδρύθηκε το 2001, συμφωνήθηκε να υιοθετήσει όλα τα πρότυπα του IAS και να αναφερθούν τα μελλοντικά πρότυπα ως IFRS. Μια σημαντική επίδραση που αξίζει να σημειωθεί είναι ότι οι αρχές που ενδεχομένως στα IFRS είναι αντιφατικές, θα αντικαταστήσουν σίγουρα τις αρχές των IAS (www.differencebetween.net).

2.2. *Αξία λογιστικής πληροφόρησης (Value Relevance of Accounting Information)*

“Από όλες τις πληροφορίες σχετικά με μια μεμονωμένη επιχείρηση που είναι διαθέσιμες κατά τη διάρκεια ενός έτους, το μισό ή περισσότερο καταγράφεται στα στοιχεία εισοδήματος αυτού του έτους. Συνεπώς, το περιεχόμενό τους είναι σημαντικό”. (Ball & Brown, 1968, σελ. 176) . Οι Ball & Brown εξετάζοντας σε αυτή τους την έρευνα τις αντιδράσεις των τιμών των μετοχών στις ανακοινώσεις κερδών, συμπεραίνουν ότι υπάρχει οπωσδήποτε σχέση μεταξύ των λογιστικών κερδών και των τιμών των μετοχών. Τα λογιστικά κέρδη παραμένουν σημαντικά, παρά το γεγονός ότι οι πιο πολλές πληροφορίες που περιέχονται στις οικονομικές εκθέσεις έχουν ήδη ενσωματωθεί στις τιμές των μετοχών, πριν από τις επίσημες ημερομηνίες ανακοίνωσης των κερδών (Biesland L., 2008)

Η βιβλιογραφία σχετικά με τη έννοια της αξίας της λογιστικής πληροφόρησης είναι εκτεταμένη και ποικίλη. Οι Barth, et al. (2001) αναφέρουν ότι "η έρευνα σχετικά με την συνάφεια της αξίας εξετάζει τη σχέση μεταξύ των λογιστικών ποσών και της αγοραίας αξίας της καθαρής θέσης " . Οι πρώτοι που χρησιμοποίησαν τον όρο "συνάφεια αξίας" για να περιγράψουν αυτήν τη συσχέτιση είναι οι Amir, Harris, και Venuti (1993).

Οι Miller και Modigliani το 1958 είναι οι πρώτοι οι οποίοι εξέτασαν τέτοιους συσχετισμούς αξίας μεταξύ της κεφαλαιακής διάρθρωσης και της αναμενόμενης απόδοσης διατυπώνοντας το θεώρημα “ Η αγοραία αξία οποιασδήποτε επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από την κεφαλαιακή της διάρθρωση (δηλαδή από το χρέος και τα ίδια κεφάλαια που χρησιμοποιήθηκαν για την χρηματοδότησή της) και υπολογίζεται με την κεφαλαιοποίηση της αναμενόμενης απόδοσής με επιτόκιο r_k που αντιστοιχεί στην κατηγορία της επιχείρησης”.

Το θεώρημα αυτό ερμηνεύεται ως : το μέσο κόστος κεφαλαίου σε κάθε επιχείρηση είναι ανεξάρτητο από την κεφαλαιακή της διάρθρωση και είναι ίσο με το ποσοστό κεφαλαιοποίησης μιας επιχείρησης που ανήκει σε μια κατηγορία κινδύνου, στην οποία οι αποδόσεις των εταιρειών μεταξύ τους είναι ανάλογες (Qiu J., Mahagaonkar P., 2009). Όταν η μόχλευση μιας επιχείρησης αυξάνεται, αυξάνεται επίσης ο συστηματικός κίνδυνος της μετοχής της επιχείρησης.

Οι Modigliani και Miller (1958) δείχνουν ότι ο αυξημένος ρυθμός απόδοσης που απαιτείται από τους κατόχους ιδίων κεφαλαίων αντισταθμίζεται από το χαμηλότερο ποσοστό απόδοσης που απαιτείται από τα ομόλογα, με συνέπεια το σταθμισμένο μέσο κόστος του κεφαλαίου να παραμένει το ίδιο.

Οι Francis και Schipper (1999) όρισαν την συνάφεια αξίας με τέσσερις διαφορετικές ερμηνείες. Η πρώτη ερμηνεία που δίνουν είναι ότι οι πληροφορίες των οικονομικών καταστάσεων επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών, συλλαμβάνοντας τις εγγενείς αξίες των μετοχών προς τις οποίες οι τιμές παρασύρονται. Στην δεύτερη ερμηνεία τους οι οικονομικές πληροφορίες είναι σχετικές με την αξία εάν περιέχουν τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται σε ένα μοντέλο αποτίμησης ή βοηθούν στην πρόβλεψη αυτών των μεταβλητών, ενώ η τρίτη και τέταρτη ερμηνεία τους βασίζονται στην αξία της συνάφειας όπως προκύπτει από μια στατιστική σύνδεση μεταξύ χρηματοοικονομικών πληροφοριών και τιμών ή αποδόσεων. Σύμφωνα με την τέταρτη ερμηνεία τους, ο Beisland στην διατριβή του το 2008 ορίζει την αξία συνάφειας “ως την ικανότητα των οικονομικών πληροφοριών να συλλαμβάνουν και / ή να συνοψίζουν πληροφορίες που καθορίζουν την αξία της επιχείρησης. Έτσι, η αξία μετριέται ως ο βαθμός στατιστικής συσχέτισης μεταξύ των λογιστικών πληροφοριών και των αγοραίων αξιών ή των αποδόσεων των μετοχών».

Κύριος και σημαντικός στόχος της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης είναι να βοηθήσει τους επενδυτές στην αποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων και κατά συνέπεια οι λογιστικοί αριθμοί πρέπει να σχετίζονται με την τρέχουσα αξία της εταιρείας ως προϋπόθεση για την εκπλήρωση αυτού του σκοπού. Η βιβλιογραφία έχει δείξει ότι οι λογιστικές πληροφορίες σχετίζονται με την αξία και κατά συνέπεια με τη συνάφεια (Ball & Brown, 1968, Beaver, 1968, Lee, 1989, Brimble & Hodgson, 2007).

Η μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων που δεν είναι αποτέλεσμα καθαρών μερισμάτων ή κερδών θεωρείται ως "βρώμικο πλεόνασμα- dirty surplus". Οι μεταβολές των αξιών, οι οποίες μπορεί να οφείλονται παραδείγματος χάρη σε αναπροσαρμογές ή σε μεταβολές των τιμών των παραγώγων, μπορεί να καταγραφούν ως ίδια κεφάλαια όχι όμως σαν κέρδη. Αντίστοιχα τα ίδια κεφάλαια μπορούν επίσης να διαφοροποιηθούν λόγω της μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Τέτοιου είδους άμεσες προσαρμογές στην καθαρή θέση συνιστούν παραδείγματα βρώμικων πλεονασματικών στοιχείων.

Οι μεταβολές της αξίας διαφέρουν στον τρόπο αντιμετώπισης ανάλογα με τα εκάστοτε ισχύοντα λογιστικά πρότυπα ενώ ενδέχεται να μην αναφέρονται καθόλου στις οικονομικές καταστάσεις. Ένα από παράδειγμα με τις δεξαμενές νερού αναλύεται στη συνέχεια προκειμένου να γίνουν κατανοητά όσα αναφέρονται παραπάνω. Παρά το γεγονός ότι οι δεξαμενές νερού είναι εξαιρετικά σημαντικές σαν περιουσιακό στοιχείο για τους παραγωγούς ηλεκτρικής ενέργειας, η αξία της δεξαμενής δεν περιλαμβάνεται στην οικονομική έκθεση. Όσοι υποστηρίζουν αυτήν την πρακτική, ισχυρίζονται ότι το νερό δεν μπορεί να θεωρηθεί σαν περιουσιακό στοιχείο όταν η τιμή του είναι ίση με μηδέν (Biesland L., 2008).

Όπως αναφέρουν στην έρευνά τους οι Pervan I., & Bartulović M., το 2014, οι ακαδημαϊκοί ερευνητές είναι ταυτόχρονα εκείνοι που παράγουν αλλά και χρησιμοποιούν την έρευνα για να παρουσιάσουν τη συνάφεια και την αξιοπιστία των λογιστικών ποσών όπως αντικατοπτρίζονται στις αξίες των ιδίων κεφαλαίων. Εμπειρικές έρευνες των Collins, Maydew και Weiss (1997), King και Langli (1998), Ali και Hwang (2000), Arce and Mora (2002), Black and White (2003), Hung (2001), δείχνουν ότι τα λογιστικά στοιχεία είναι σημαντικοί παράγοντες στην αξιολόγηση των επιχειρήσεων και ότι σχετίζονται με τις τιμές των μετοχών σε μεγάλο βαθμό .

Η μελέτη συγκριτικής αξιολόγησης της αξίας συνάφειας από τους Garcia-Ayuso et al. (1998) στις κεφαλαιαγορές μεταξύ των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης, έδειξε σημαντικές διαφορές στην αξία των λογιστικών πληροφοριών μεταξύ των χωρών αυτών λόγω διαφορετικών θεσμικών, κοινωνικών, πολιτικών ή ρυθμιστικών παραγόντων που ισχύουν για την καθεμιά από αυτές (Pervan I., & Bartulović M., 2014).

Την ίδια χρονιά το 1998 οι King και Langli αντίστοιχα διεξήγαγαν μια έρευνα της αξίας συνάφειας στις κεφαλαιαγορές της Γερμανίας, της Νορβηγίας και του Ηνωμένου Βασιλείου. Τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας δείχνουν ότι οι λογιστικές πληροφορίες είναι σχετικές και για τις τρεις χώρες με την εξής διαβάθμιση: στη Γερμανία οι λογιστικές πληροφορίες είναι οι λιγότερο σχετικές με τις τιμές των μετοχών ($R^2 = 40\%$), στη Νορβηγία είναι αρκετά σχετικές ($R^2=60\%$) ενώ στο Ηνωμένο Βασίλειο αναδείχθηκε η καλύτερη σχέση των λογιστικών πληροφοριών με τις τιμές των μετοχών ($R^2=70\%$).

Οι Arce και Mora (2002) πραγματοποίησαν έρευνα σε δείγμα εταιρειών από οκτώ ευρωπαϊκές χώρες. Τα αποτελέσματα της έρευνας έδειξαν ότι τα κέρδη έχουν μεγαλύτερη αξία από ότι η λογιστική αξία της εταιρείας στις χώρες με προσανατολισμό στην κεφαλαιαγορά από ότι οι χώρες που είναι προσανατολισμένες σε τραπεζικά συστήματα, ενώ και τα δύο λογιστικά στοιχεία έχουν αυξητική επεξηγηματική ισχύ των τιμών της αγοράς.

Μελέτες που διεξήχθησαν κατά το τελευταία 20 χρόνια δίνουν έμφαση στα διαφορετικά συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης, με τον ισχυρισμό ότι οι διαφορές στα συστήματα εταιρικής διακυβέρνησης προκαλούν διαφορές στην αξία της συνάφειας των λογιστικών πληροφοριών. Αντιπροσωπευτικές μελέτες που αναφέρονται σε διαφορετικά θεσμικά και νομικά πλαίσια είναι των Ball, Kothari και Robin (2000) και Black and White (2003).

Οι Ball et al. (2000) στην έρευνά τους έδειξαν ότι η σημασία της λογιστικής πληροφόρησης είναι χαμηλότερη στις χώρες που ανήκουν στο ηπειρωτικό σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης και οι οποίες κατά κύριο λόγο προσφεύγουν σε τραπεζικό δανεισμό προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια. Η έρευνα αφορούσε τρεις χώρες που ανήκουν στο ηπειρωτικό πρότυπο εταιρικής διακυβέρνησης (Γαλλία, Γερμανία και Ιαπωνία) και τέσσερις χώρες που ανήκουν στο μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης της Αγγλοσαξονίας (Αυστραλία, Καναδάς, ΗΠΑ και Ηνωμένο Βασίλειο). Οι Black and White (2003) στην έρευνά τους έκαναν σύγκριση της αξίας της συνάφειας της λογιστικής αξίας και των κερδών στη Γερμανία, την Ιαπωνία και τις ΗΠΑ. Τα αποτελέσματα της έρευνας δείχνουν ότι η αξία της λογιστικής αξίας των εταιρειών είναι υψηλότερη από την αξία της αποδοτικότητας των κερδών στη Γερμανία, σε αντίθεση με τις αμερικανικές εταιρείες που ισχύει το αντίθετο, όπου η αξία της αποδοτικότητας των κερδών είναι υψηλότερη σε σχέση με την λογιστική αξία. Στην Ιαπωνία η λογιστική αξία είναι πιο σχετική με την αξία των κερδών μόνο για τις εταιρείες που αναφέρουν αρνητικά κέρδη (Pervan I., & Bartulović M., 2014).

Όπως αναφέρουν οι Glezakos, M., Mylonakis, J., & Kafouros, C., (2012) διάφορες μελέτες έχουν γίνει για την πορεία της αξίας συνάφειας στον χρόνο. Οι Collins, Maydew και Weiss (1997) διατύπωσαν την άποψη ότι η συνάφεια των κερδών και των λογιστικών αξιών αυξήθηκε με την πάροδο του χρόνου, σύμφωνα με τα αποτελέσματα προηγούμενων ερευνών όπως των Francis και Schipper (1996) οι οποίες κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι ισχύει η υπόθεση της συνάφειας των λογιστικών αξιών. Οι Collins et al. (1997) ανέλυσαν τη σχέση

μεταξύ των κερδών και της λογιστικής αξίας σε δείγμα αμερικανικών εταιρειών της περιόδου 1953-1993. Χρησιμοποίησαν το μοντέλο αξιολόγησης του Ohlson (1995), το οποίο εκφράζει την αξία του αποθέματος ως συνάρτηση των κερδών ανά μετοχή και της λογιστικής αξίας ανά μετοχή. Έκαναν ανάλυση παλινδρόμησης στα στρωματοποιημένα δεδομένα και χρησιμοποίησαν το R^2 ως μέτρο σχετικότητας. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι η ισχύς των κερδών και της λογιστικής αξίας όχι μόνο δεν μειώθηκε στα έτη 1953-1993, αλλά παρατηρήθηκε και μια μικρή αύξηση. Η συνολική επεξηγητική ισχύς πήρε την τιμή 54%, που σημαίνει ότι τα κέρδη και η λογιστική αξία εξήγησαν περίπου το 54% της μεταβολής των τιμών των μετοχών της εξεταζόμενης περιόδου. Οι Ramesh και Thiagarajan (1995) κατέληξαν σε αντίθετα συμπεράσματα που δείχνουν την σχετικότητα των κερδών με την τιμή των μετοχών να έχει μειωθεί (Glezakos, M., Mylonakis, J., & Kafouros, C., 2012).

Οι Amir και Lev (1996) διαπίστωσαν ότι για τις επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας, τα λογιστικά στοιχεία δεν μπορούν να ερμηνεύσουν τις διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών, επειδή τα δεδομένα αυτών των εταιρειών αλλάζουν συνεχώς. Επίσης ο Lev (1997) και οι ίδιοι Amir και Lev (1996), έδειξαν ότι οι εταιρείες στον τομέα των υπηρεσιών ή της υψηλής τεχνολογίας, επενδύοντας σε άυλα περιουσιακά στοιχεία (όπως σε έρευνα και ανάπτυξη, ανθρώπινους πόρους και εμπορικά σήματα) δεν μπορούν να δώσουν λογιστικά στοιχεία τα οποία να αξιοποιηθούν από τους επενδυτές, επειδή είναι ευμετάβλητα και επομένως δεν παρέχουν σαφή εικόνα (Glezakos, M., Mylonakis, J., & Kafouros, C., 2012).

Οι Collins, Pincus & Xie (1999) διαπίστωσαν ότι οι ζημιές δεν λαμβάνονται υπόψη από τους επενδυτές τόσο σοβαρά όσο τα κέρδη. Τα αποτελέσματά της έρευνάς τους στηρίζονται στην προηγούμενη έρευνα της Hayn το 1995, η οποία απέδειξε ότι οι εταιρείες που παρουσιάζουν αρνητικά κέρδη έχουν χαμηλότερους συντελεστές ανταπόκρισης στα κέρδη από ό, τι εκείνων με θετικά κέρδη.

Οι Hung, M., Subramanyam, K., (2007) εξέτασαν τα αποτελέσματα της υιοθέτησης των Διεθνών Λογιστικών προτύπων στις χρηματοοικονομικές αναφορές για 80 γερμανικές επιχειρήσεις της περιόδου 1998-2002. Διαπίστωσαν ότι η συνάφεια της λογιστικής αξίας και των κερδών, είναι σημαντικά υψηλότερη σύμφωνα με τα ΔΛΠ παρά με τις γερμανικές λογιστικές αρχές (HGB).

Κεφάλαιο 3

Δεδομένα

3.1. Δείγμα

Το δείγμα αυτής της έρευνας προέρχεται από τη βάση δεδομένων του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου (London Stock Exchange) και συγκεκριμένα από τον δείκτη FTSE 250¹⁰ κατά τα έτη 2013 έως και 2016. Από το δείγμα εξαιρέθηκαν όλες οι παρατηρήσεις με ελλιπή οικονομικά στοιχεία και σύμφωνα με προηγούμενες έρευνες διαχείρισης των κερδών αποκλείστηκαν όλες οι τράπεζες, οι ασφαλιστικές εταιρείες, οι χρηματοδοτικές εταιρείες, τα δημόσια διοικητικά ιδρύματα και οι επιχειρήσεις εξόρυξης και κοινής ωφέλειας, λόγω της ανομοιογένειας των λογιστικών πρακτικών (Van Tendeloo and Vanstraelen, 2008, Becker et al., 1998, Leuz et al., 2003). Οι εταιρείες οι οποίες συνθέτουν το τελικό δείγμα αφορούν σε 108 εταιρείες με πλήρη οικονομικά στοιχεία για κάθε έτος της περιόδου 2013 έως και 2016. Το τελικό δείγμα αποτελείται από 432 σταθερές ετήσιες παρατηρήσεις.

3.2. Περιγραφικά στατιστικά των εταιρειών του δείγματος του δείκτη FTSE 250

3.2.1. Ταξινόμηση κατά κλάδο και υπερ-τομέα ICB

Όπως αποτυπώνεται στον παρακάτω Πίνακα 1. Ταξινόμηση κατά κλάδο και υπερ-τομέα ICB των εταιρειών του δείγματος του δείκτη FTSE 250 προκύπτει ότι κατά κλάδο οι πολυπληθέστερες εταιρείες αφορούν στις βιομηχανίες (41 εταιρείες), σε αυτές που δραστηριοποιούνται στις καταναλωτικές υπηρεσίες (27 εταιρείες) και στα καταναλωτικά αγαθά (13 εταιρείες) και αποτελούν σε ποσοστό περίπου 76% σε σύνολο 108 εταιρειών. Κατά υπέρ-τομέα ICB οι περισσότερες εταιρείες αφορούν στα βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες (38 εταιρείες) το εμπόριο (17 εταιρείες), τα ταξίδια και αναψυχή (10 εταιρείες), πρώτες ύλες (8 εταιρείες) και προσωπικά οικιακά αγαθά (8 εταιρείες) και αποτελούν σε ποσοστό περίπου 75% του συνόλου.

¹⁰ Ο Δείκτης FTSE 250 (/ fotsi: / FUUT-see) είναι ένας δείκτης σταθμισμένος με κεφαλαιοποίηση αποτελούμενος από την 101η έως στην 350η μεγαλύτερη εταιρεία που είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου. Ο Δείκτης υπολογίζεται σε πραγματικό χρόνο και δημοσιεύεται κάθε λεπτό. (<https://en.wikipedia.org>)

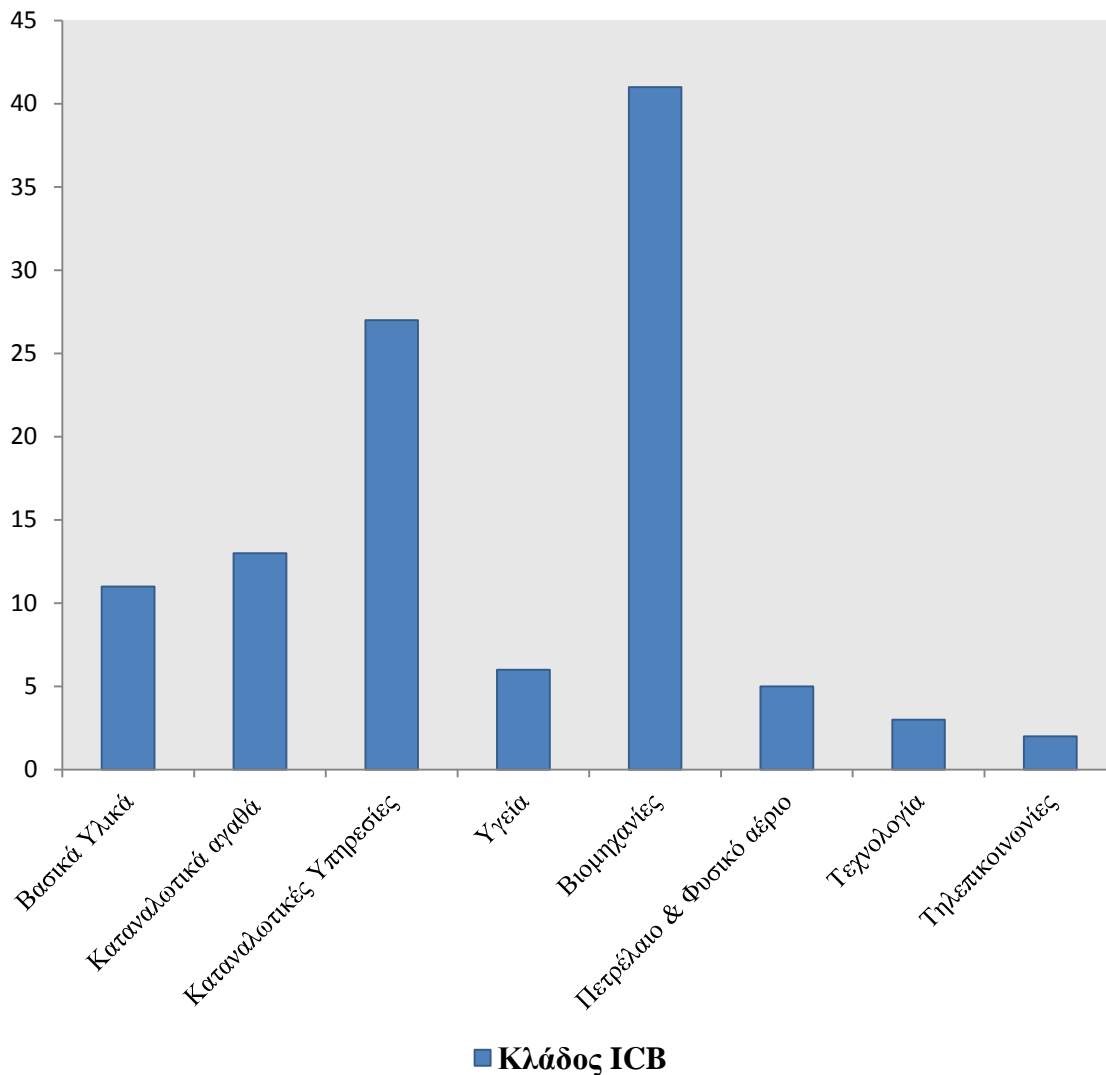
Πίνακας 1. Ταξινόμηση κατά κλάδο και υπέρ-τομέα ICB¹¹ των εταιρειών

Κλάδος ICB	Πλήθος εταιρειών	Υπέρ-τομέας ICB	Πλήθος εταιρειών
Βασικά Υλικά	11	Χημικά	3
		Πρώτες Ύλες	8
Καταναλωτικά αγαθά	13	Προσωπικά και Οικιακά Αγαθά	8
		Τρόφιμα και Ποτά	5
Καταναλωτικές Υπηρεσίες	27	Ταξίδια & Αναψυχή	10
		MME	4
		Εμπόριο	13
Υγεία	6	Υγεία	6
Βιομηχανίες	41	Βιομηχανικά Προϊόντα και Υπηρεσίες	38
		Κατασκευές και Υλικά Κατασκευών	3
Πετρέλαιο & Φυσικό αέριο	5	Πετρέλαιο & Φυσικό αέριο	5
Τεχνολογία	3	Τεχνολογία	3
Τηλεπικοινωνίες	2	Τηλεπικοινωνίες	2
Σύνολο	108	Σύνολο	108

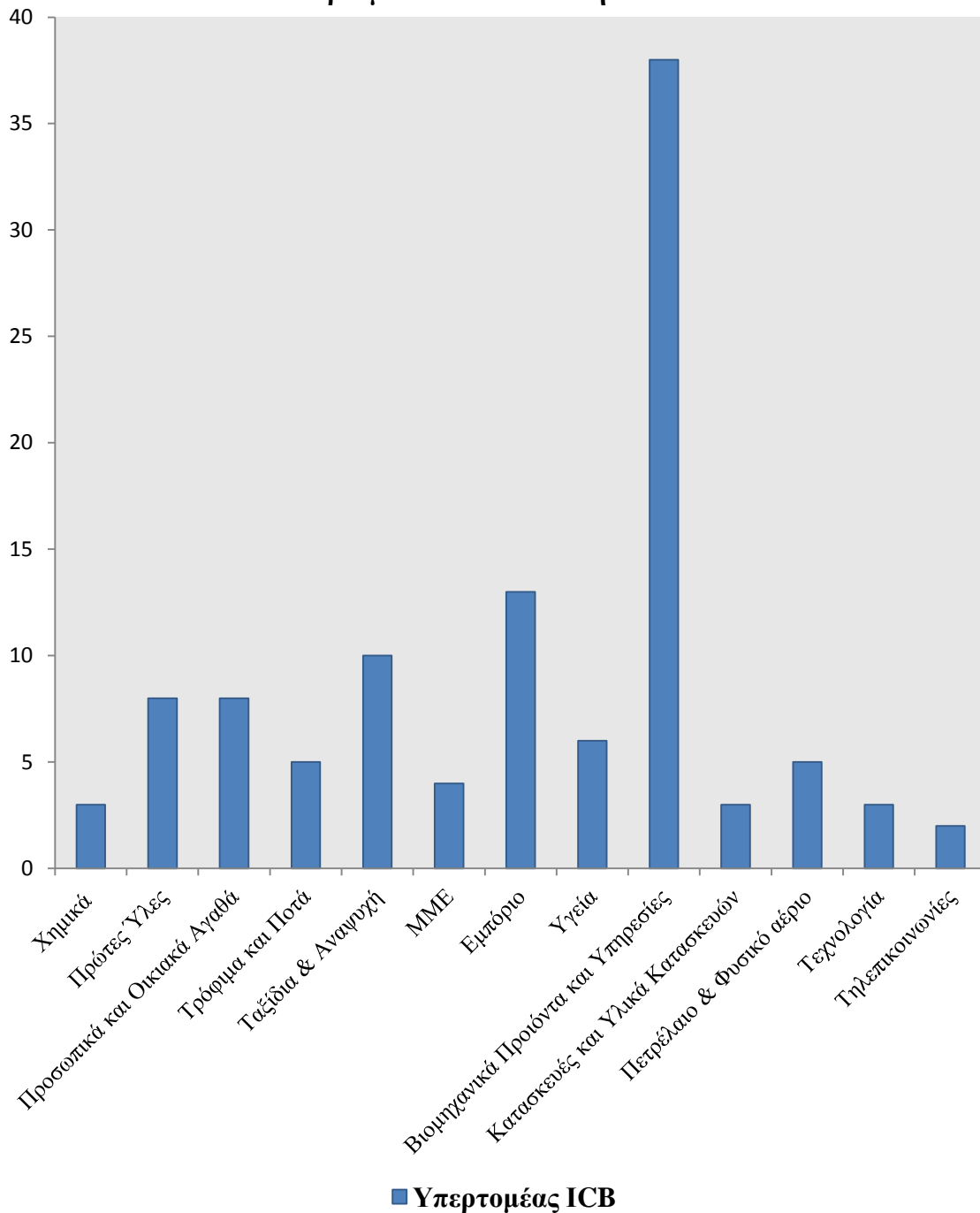
¹¹ Η Διεθνής Αναφορά Ταξινόμησης (International Classification Benchmark- “ICB”) είναι μια ταξινόμηση που ξεκίνησε από το Dow Jones και το FTSE το 2005 και τώρα ανήκει αποκλειστικά στο FTSE International. Χρησιμοποιείται για τον διαχωρισμό των αγορών σε τομείς της μακροοικονομίας. Το ICB χρησιμοποιεί ένα σύστημα 10 κλάδων, χωρισμένο σε 19 υπέρ-τομείς, οι οποίοι διαιρούνται περαιτέρω σε 41 τομείς, οι οποίοι στη συνέχεια περιλαμβάνουν 114 υποτομείς. Το ICB χρησιμοποιείται παγκοσμίως για να διαιρέσει την αγορά σε όλο και πιο συγκεκριμένες κατηγορίες, επιτρέποντας στους επενδυτές να συγκρίνουν τις τάσεις της βιομηχανίας μεταξύ σαφώς καθορισμένων υποτομέων. Το ICB αντικατέστησε τα παλαιότερα συστήματα ταξινόμησης FTSE και Dow Jones στις 3 Ιανουαρίου 2006 και χρησιμοποιείται σήμερα από το NASDAQ, το NYSE και πολλές άλλες αγορές σε όλο τον κόσμο.

Τα παρακάτω ιστογράμματα **Διάγραμμα 1. Ιστόγραμμα ταξινόμησης εταιρειών κατά Κλάδο ICB του δείκτη FTSE 250 στην περίοδο 2013-2016** και **Διάγραμμα 2. Ιστόγραμμα ταξινόμησης εταιρειών κατά υπέρ-τομέα ICB του δείκτη FTSE 250 2013-2016** αποτυπώνουν αυτά τα ευρήματα αντίστοιχα.

Διάγραμμα 1. Ιστόγραμμα ταξινόμησης εταιρειών κατά Κλάδο ICB του δείκτη FTSE 250 στην περίοδο 2013-2016



**Διάγραμμα 2. Ιστόγραμμα ταξινόμησης εταιρειών
κατά Υπερτομέα ICB του δείκτη FTSE 250 2013-2016**



3.2.2. Κατηγοριοποίηση με κριτήριο το market cap των εταιρειών

Η κεφαλαιοποίηση της αγοράς (market capitalization) αναφέρεται στη συνολική αγοραία αξία των εκκρεμών μετοχών μιας εταιρείας. Συνήθως αναφέρεται ως "ανώτατο όριο της αγοράς - **market cap**" και υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας τις μετοχές μιας εταιρείας με την τρέχουσα αγοραία τιμή μιας μετοχής. Η επενδυτική κοινότητα χρησιμοποιεί αυτό το κριτήριο για να καθορίσει το μέγεθος της εταιρείας, σε αντίθεση με τη χρήση των πωλήσεων ή των συνολικών στοιχείων του ενεργητικού. (www.investopedia.com)

Από τα παρακάτω στοιχεία που αφορούν στα δεδομένα του δείγματος σε ότι αφορά την κεφαλαιοποίηση των εταιρειών του δείκτη FTSE 250 - **Πίνακας 2. Περιγραφικά στατιστικά Κεφαλαιοποίησης - Market cap (m)*** προκύπτει ότι το δείγμα είναι ανομοιογενές γιατί παρουσιάζει μεγάλη τυπική απόκλιση (Standard Deviation), $\sigma = 1.218,83$ από τη μέση τιμή (Mean) $\bar{x} = 2114,04$ καθώς και ο συντελεστής μεταβλητότητας (Coefficient of Variation) ή σχετική τυπική απόκλιση είναι μεγάλη :

$$CV = \frac{\sigma}{\bar{x}} = \frac{1.218,83}{2114,04} * 100 = 55\% \text{ (μεγαλύτερο } > 10\%).$$
 Το εύρος (Range) των τιμών είναι $R = 5.212,10$ με την ελάχιστη τιμή Minimum = 583,10 και την μέγιστη Maximum = 5795,20. Από το **Διάγραμμα 3. Ιστόγραμμα συχνοτήτων κεφαλαιοποίησης εταιρειών δείκτη FTSE 250** γίνεται αντιληπτό ότι η κατανομή έχει θετική ασυμμετρία (κλίση προς τα δεξιά), αφού η λοξότητα (Skewness) = 0,811 (μεγαλύτερη > 0) και πλατύκυρτη αφού ο δείκτης κύρτωσης (Kurtosis) = -0,179 (μικρότερος < 3).

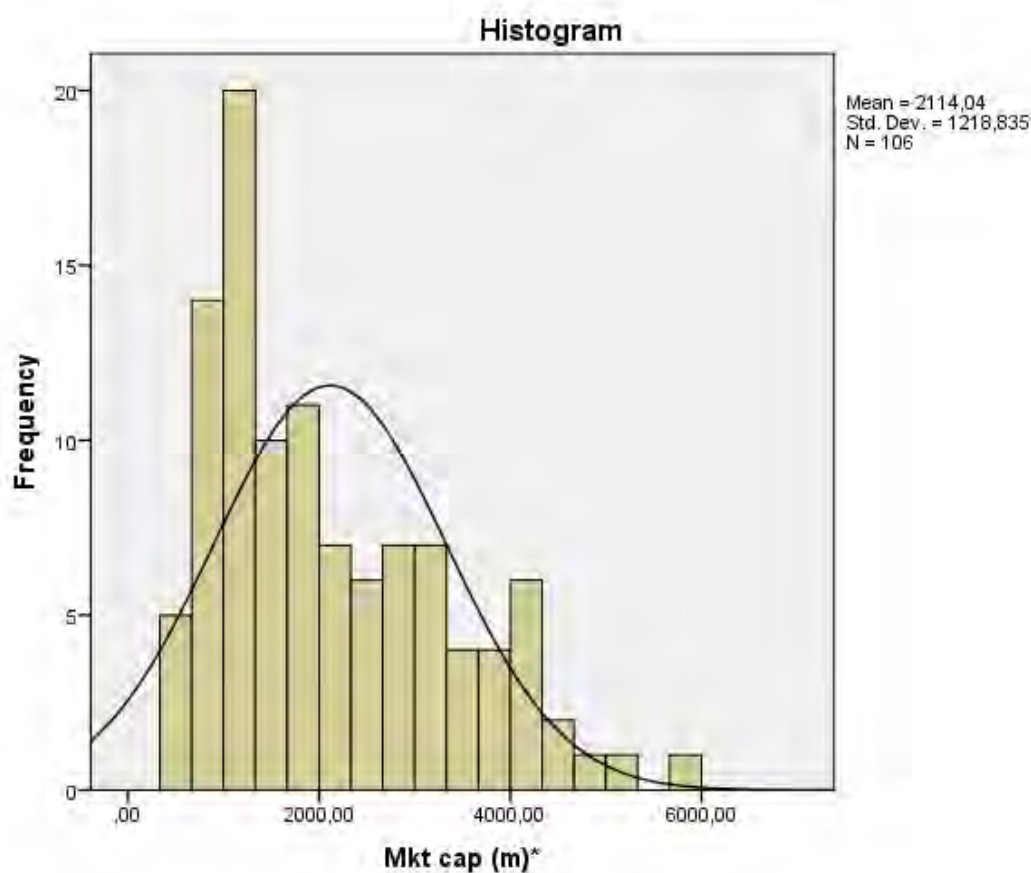
Η διάμεσος είναι $\delta = 1.740,10$ και λαμβάνουμε αυτό το μέτρο κεντρικής τάσης προκειμένου να κατηγοριοποιήσουμε τις εταιρείες με υψηλότερη κεφαλαιοποίηση έναντι των άλλων με χαμηλότερη κεφαλαιοποίηση του δείγματος του δείκτη FTSE 250, λόγω της ασυμμετρίας της κατανομής. Όσες εταιρείες έχουν market cap μεγαλύτερο της διαμέσου η μεταβλητή ελέγχου του δείγματος $Cap_{i,t}$ θα πάρει την τιμή 1, ενώ για όσες εταιρείες έχουν μικρότερη τιμή market cap από αυτή της διαμέσου, η μεταβλητή ελέγχου $Cap_{i,t}$ θα πάρουν την τιμή 0.

Στο παράρτημα επισυνάπτεται ο πίνακας συχνοτήτων κεφαλαιοποίησης.

**Πίνακας 2. Περιγραφικά στατιστικά
Κεφαλαιοποίησης - Market cap (m)***

N	Valid	106
	Missing	2
Mean		2114,04
Median		1740,10
Std. Deviation		1218,83
Skewness		,811
Std. Error of Skewness		,235
Kurtosis		-,179
Std. Error of Kurtosis		,465
Range		5212,10
Minimum		583,10
Maximum		5795,20

Διάγραμμα 3. Ιστόγραμμα συχνοτήτων κεφαλαιοποίησης εταιρειών δείκτη FTSE 250



Κεφάλαιο 4

Μεθοδολογία έρευνας

4.1. Ερευνητικά ερωτήματα - Διαχείριση κερδών (*earnings management*)

Όπως αναφέρουν στο άρθρο τους οι Thankom G.A., Yousf E.A., και Zakaria A., (2015), η ευελιξία στα λογιστικά πρότυπα επιτρέπει στους διαχειριστές να χρησιμοποιούν την διακριτική ευχέρεια προκειμένου να παρουσιάσουν τα λογιστικά στοιχεία με διαφορετική εμφάνιση από αυτή που προκύπτει αμιγώς από την εφαρμογή των λογιστικών κανόνων μιας επιχείρησης. Οι Γενικά Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές (GAAP), δίδουν στους διαχειριστές τη δυνατότητα να ασκούν διακριτική ευχέρεια στα δημοσιευμένα κέρδη με σκοπό να μεγιστοποιήσουν την αξία των πληροφοριών για τα κέρδη της επιχείρησης. Παρόλο που αυτή η πρακτική είναι αποδεκτή και χρησιμοποιείται για την εξομάλυνση του εισοδήματος, η υπερβολική χρήση ανατρέπει τη θετική της αξία και προκαλεί ζημιά στις επιχειρήσεις. Οι Ilmas F., et al (2018) αναφέρουν ότι οι Teoh, Welch και Wong (1998) διαπίστωσαν ότι τα εργαλεία χειραγώγησης των κερδών περιλαμβάνουν επίσης τη λογιστική στο πλαίσιο των GAAP. Η ασυμμετρία των πληροφοριών υπάρχει πάντοτε μεταξύ του εξωτερικού και του εσωτερικού περιβάλλοντος μιας επιχείρησης και επιπλέον οι εσωτερικοί συνεργάτες προσπαθούν πάντοτε να επωφεληθούν από αυτή.

Τα κίνητρα των διαχειριστών για την χειραγώγηση των λογιστικών κερδών μπορεί να αφορούν στην μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, στην παραπλάνηση των μετόχων για την οικονομική απόδοση της επιχείρησης ή για να αποκτήσουν κάποια ιδιωτικά κέρδη σε βάρος των μετόχων (Beneish 2001, Christie και Zimmerman 1994, Healy and Wahlen 1999). Επίσης σύμφωνα με έρευνες έχει υποστηριχθεί ότι οι διαχειριστές είναι πιο πιθανό να διαχειριστούν τα κέρδη μέσω των δεδουλευμένων, επειδή είναι πιο δύσκολος ο εντοπισμός τους από το εξωτερικό περιβάλλον (Kothari et al., 2005, Dechow et al., 1995, Jones 1991).

Στο άρθρο του ο Beneish, M.D. (2001) αναφέρει ότι οι συμβάσεις χρέους είναι ένα σημαντικό θέμα στην έρευνα στην οικονομική λογιστική, επειδή οι δανειστές βασίζονται σε λογιστικά στοιχεία για να επιβάλλουν περιορισμούς στις επενδυτικές ή/και χρηματοδοτικές δραστηριότητες ή για να απαιτήσουν την εκπλήρωση στόχων που θα θέσουν οι ίδιοι στις επιχειρήσεις.

Η σχέση των λογιστικών αριθμών και συμβάσεων χρέους εξετάστηκε από πολλούς ερευνητές α) επειδή παρατηρούνται οικονομικές συνέπειες, όταν οι εταιρείες συμμορφώνονται υποχρεωτικά ή εθελοντικά σε λογιστικές μεταβολές που δεν έχουν επιπτώσεις στις ταμειακές ροές και β) επειδή το καθαρό εισόδημα διαμορφώνεται από τις λογιστικές επιλογές και την διακριτική ευχέρεια των διαχειριστών όσον αφορά τις λογιστικές εκτιμήσεις. Εκείνο που υποθέτουν είναι ότι οι διαχειριστές αυξάνουν τα κέρδη είτε για να μειώσουν τους λογιστικούς περιορισμούς στις συμφωνίες χρέους, είτε για να αποφύγουν το κόστος των παραβιάσεων της συμφωνίας με τους δανειστές. Οι Imas F., et al. (2018) αναφέρουν ότι οι επιχειρήσεις με υψηλή μόχλευση έχουν περισσότερες πιθανότητες να επιδοθούν στην εξομάλυνση του εισοδήματος και προχωρούν σε επιθετική χειραγώγηση των κερδών (Watts & Zimmerman, 1986). Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι οι διαχειριστές ακολουθούν διαφορετικές τεχνικές χειραγώγησης, όταν έχουν περισσότερες αμφιβολίες για την αντιμετώπιση της αδυναμίας εκπλήρωσης συμβάσεων χρέους. Οι Iatridis και Kadorinis (2009), αναφέρουν ότι οι επιχειρήσεις με χαμηλή κερδοφορία και υψηλή μόχλευση όπως επίσης και οι επιχειρήσεις που πλησιάζουν την παραβίαση της σύμβασης χρέους είναι πιθανό να χρησιμοποιήσουν τη διαχείριση κερδών.

Ο Iatridis G. (2012) στο άρθρο του εξετάζει την σχέση των διακριτικών δεδουλευμένων με τις ταμειακές ροές, την κερδοφορία, τη μόχλευση, και το μέγεθος της επιχείρησης προκειμένου να εκτιμήσει εάν το επίπεδο της διαχείρισης κερδών είναι υψηλότερο μετά από μια τρομοκρατική επίθεση. Στις εισηγμένες εταιρείες χωρών κοινού δικαίου όπως το Ηνωμένο Βασίλειο παρατηρείται χαμηλότερο ύψος διακριτικών δεδουλευμένων σε αντίθεση με τις χώρες κώδικα δικαίου όπως η Ισπανία και η Τουρκία στις οποίες παρατηρείται αύξηση. Το αποτέλεσμα αυτής της έρευνας οφείλεται στο γεγονός ότι στις χώρες κοινού δικαίου, η προστασία των επενδυτών είναι μεγαλύτερη, με συνέπεια μετά από μια τρομοκρατική επίθεση η απαίτηση για την εγκυρότητα των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων να είναι υψηλότερη. Η χαμηλή ρευστότητα και κερδοφορία υποδεικνύουν την τάση για χειραγώγηση των κερδών από τις εταιρείες προκειμένου να εμφανίσουν καλύτερη εικόνα από την πραγματική στις οικονομικές τους καταστάσεις (Iatridis G., 2012).

Οι Kyriakou M., and Dimitras A., (2018) εξετάζουν τη θητεία των ελεγκτών και πως αυτή επηρεάζει την ποιότητα ελέγχου μέσω των διακριτικών δεδουλευμένων. Στην Ισπανία, η οποία ανήκει στις χώρες κώδικα δικαίου η θητεία των ελεγκτών άνω των τριών ετών οδήγησε σε αύξηση των διακριτικών δεδουλευμένων άρα σε μείωση της ποιότητας ελέγχου, έναντι των χωρών κοινού δικαίου όπως η Γαλλία και η Γερμανία στις οποίες ο χρόνος της θητείας των ελεγκτών δεν επηρέασε τα διακριτικά δεδουλευμένα και κατ'επέκταση την ποιότητα ελέγχου.

Στο άρθρο του ο Ngunjiri G. G., (2017) αναφέρει ότι οι Ball, R., & Foster, G. (1982) στην έρευνά τους για τις μεγάλες εταιρείες του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου (London Stock Exchange- "LSE") διαπίστωσαν ότι είχαν μειωμένη διαχείριση των κερδών, ως αποτέλεσμα των ικανών εσωτερικών συστημάτων ελέγχου τα οποία διαφύλασσαν τις λεπτομερείς και έγκυρες χρηματοοικονομικές αναφορές. Επίσης οι Albrecth και Richardson (1990) στην δική τους μελέτη διαπίστωσαν ότι οι τεράστιες σε μέγεθος επιχειρήσεις έχουν μειωμένα κίνητρα να εξομαλύνουν τα κέρδη τους από ό, τι οι μικρότερες επιχειρήσεις. Οι μεγάλες επιχειρήσεις δεν προβαίνουν σε εξομάλυνση των κερδών επειδή ελκύουν περισσότερο την προσοχή των αναλυτών, με συνέπεια εκείνοι να γνωρίζουν περισσότερα για αυτές παρά για τις μικρότερου μεγέθους επιχειρήσεις. (Ngunjiri G. G., 2017).

Τα ερευνητικά ερωτήματα που θα εξεταστούν είναι:

Υπόθεση H1: Η διαχείριση κερδών έχει ως αποτέλεσμα την εμφάνιση μεγαλύτερου επιπέδου κερδών από τα πραγματικά στις εισηγμένες εταιρείες του δείκτη FTSE 250 του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου στην περίοδο 2013-2016.

Υπόθεση H2: Είναι πιθανό οι εταιρείες υψηλότερης κεφαλαιοποίησης του δείκτη FTSE 250, οι οποίες είναι εισηγμένες στην χρηματιστηριακή αγορά του Λονδίνου, να εμφανίζουν μειωμένη διαχείριση κερδών στην περίοδο 2013-2016.

4.1.1. Μεθοδολογία - Διαχείριση κερδών (*earnings management*)

Όπως προκύπτει από τη διεθνή βιβλιογραφία ως εργαλείο εντοπισμού της ύπαρξης πρακτικών χειραγώγησης κερδών χρησιμοποιούνται τα διακριτικά δεδουλευμένα (“discretionary accruals”) και το πιο αξιόπιστο μοντέλο είναι αυτό της Jones (1991). Το μοντέλο της Jones (1991) εξετάζει τη σχέση των διακριτικών δεδουλευμένων με τις αλλαγές στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης. Το μοντέλο ακολουθεί την συλλογιστική του Kaplan (1985), σύμφωνα με την οποία τα δεδουλευμένα προκύπτουν από την άσκηση της διαχειριστικής διακριτικής ευχέρειας και των αλλαγών στις οικονομικές συνθήκες της επιχείρησης. Ο ίδιος αναφέρει: “Θα ήταν προτιμότερο να έχουμε ένα απλό μοντέλο για τον τρόπο με τον οποίο οι εισπρακτέοι λογαριασμοί, τα αποθέματα και οι πληρωτέοι λογαριασμοί αναμένεται να διαφέρουν ανάλογα με τις αλλαγές σε πωλήσεις και παραγωγή κάθε χρόνο”. (Beneish M.D, 2001).

Η Jones το 1991 ανέπτυξε ένα μοντέλο εκτίμησης των διακριτικών δεδουλευμένων, το οποίο βασίζεται σε (2) υποθέσεις: α) ότι η διοίκηση χρησιμοποιεί τα διακριτικά δεδουλευμένα για την διαχείριση των κερδών και β) ότι τα διακριτικά δεδουλευμένα είναι σταθερά στην διάρκεια της περιόδου.

Στην παρακάτω εξίσωση (1) παρουσιάζεται το μοντέλο Jones (Jones,1991), το οποίο χρησιμοποιήθηκε στις έρευνες των Kothari et al. (2004), Garza-Gomez et al. (2006), Iatridis G., (2012) και Kyriakou M., and Dimitras A., (2018) και σύμφωνα με αυτό τα διακριτικά δεδουλευμένα προκύπτουν ως κατάλοιπα της εξίσωσης:

$$AC_{i,t} = a1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + a2 \Delta REV_{i,t} + a3 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Όπου:

$AC_{i,t}$ είναι τα συνολικά δεδουλευμένα (Accruals) στο έτος t διαιρεμένα με το σύνολο ενεργητικού στο προηγούμενο έτος t-1. Τα δεδουλευμένα ισούνται με την ετήσια μεταβολή των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων εκτός των μετρητών μείον τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (εξαιρουμένου του βραχυπρόθεσμου χρέους και των πληρωτέων φόρων εισοδήματος) μείον τις αποσβέσεις.

$A_{i,t-1}$	είναι το σύνολο ενεργητικού (Assets), στο προηγούμενο έτος t-1.
$\Delta REV_{i,t}$	<p>είναι η διαφορά των εσόδων (Revenues), έσοδα στο έτος t μείον τα έσοδα του έτους t-1 διαιρεμένα με το σύνολο ενεργητικού στο προηγούμενο έτος t-1.</p> <p>Χρησιμοποιείται σαν μεταβλητή ελέγχου των μη-διακριτικών δεδουλευμένων στις μεταβολές του κεφαλαίου κίνησης, με το δεδομένο ότι αυτές οι μεταβολές σχετίζονται με τις μεταβολές στα έσοδα.</p>
$PPE_{i,t}$	<p>είναι η αξία του πάγιου ενεργητικού (Property, Plant and Equipment) διαιρεμένη με το σύνολο ενεργητικού στο προηγούμενο έτος t-1.</p> <p>Χρησιμοποιείται σαν μεταβλητή ελέγχου των μη-διακριτικών δεδουλευμένων των αποσβέσεων και των υποτιμήσεων των παγίων.</p>
α_1, α_2 και α_3	είναι παράμετροι που αφορούν ειδικά την κάθε εταιρεία και θα εκτιμηθούν από το μοντέλο παλινδρόμησης.
$\varepsilon_{i,t}$	είναι το κατάλοιπο το οποίο συγκεντρώνει τις συνέπειες των συνολικών δεδουλευμένων εκτός από αυτές που προέρχονται από την μεταβολή των εσόδων και του πάγιου ενεργητικού και επομένως δίνει την τιμή των διακριτικών δεδουλευμένων.
i,t	η επιχείρηση i στο έτος t

Προκειμένου να ελεγχθούν οι υποθέσεις H1 και H2 και να εξεταστεί η χρήση των διακριτικών δεδουλευμένων για την διαχείριση των κερδών στις εταιρείες του δείγματος θα χρησιμοποιηθεί το εμπειρικό μοντέλο παλινδρόμησης των Van Tendeloo and Vanstraelen (2005) το οποίο χρησιμοποιήθηκε και στις έρευνες των Iatridis G., (2012), και Iatridis, G., & Kadorinis, G. (2009). Ως εξαρτημένη μεταβλητή θα χρησιμοποιηθούν τα διακριτικά δεδουλευμένα που θα προκύψουν ως κατάλοιπα από την παραπάνω εξίσωση (1) ενώ οι μεταβλητές ελέγχου θα είναι οι ταμειακές ροές, το μέγεθος της επιχείρησης, η κερδοφορία, η μόχλευση και η απόδοση του ενεργητικού. Επίσης θα χρησιμοποιηθεί η ψευδομεταβλητή κεφαλαιοποίησης προκειμένου να εξεταστεί το επίπεδο διαχείρισης των κερδών στις εταιρείες υψηλότερης κεφαλαιοποίησης που περιλαμβάνονται στο δείγμα.

Το μοντέλο παλινδρόμησης έχει την ακόλουθη μορφή:

$$\text{DisAC}_{i,t} = \alpha 0 + \alpha 1 \text{ChF}_{i,t} + \alpha 2 \text{LogMV}_{i,t} + \alpha 3 \text{PrM}_{i,t} + \alpha 4 \text{LevS}_{i,t} + \alpha 5 \text{ROA}_{i,t} + \alpha 6 \text{Cap}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Όπου:

- DisAC_{i,t}** είναι τα διακριτικά δεδουλευμένα (Discretionary Accruals)
- ChF_{i,t}** εξετάζει τη σχέση των διακριτικών δεδουλευμένων με τις ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα (Cash Flow of Operating Activity). Υπολογίζεται ως το πηλίκο των ταμειακών ροών από λειτουργική δραστηριότητα προς το σύνολο του ενεργητικού.
- LnMV_{i,t}** εξετάζει τη σχέση των διακριτικών δεδουλευμένων με το μέγεθος της εταιρείας. Είναι ο φυσικός λογάριθμος της χρηματιστηριακής αξίας (Market Value) .
- PrM_{i,t}** εξετάζει τη σχέση των διακριτικών δεδουλευμένων με την κερδοφορία. Είναι το λειτουργικό περιθώριο κέρδους (Operating Profit Margin) και υπολογίζεται ως πηλίκο των κερδών προ φόρων και τόκων προς τις πωλήσεις.
- LevS_{i,t}** εξετάζει τη σχέση των διακριτικών δεδουλευμένων με την μόχλευση (Leverage). Υπολογίζεται ως το πηλίκο των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου (Shareholders' funds)
- ROA_{i,t}** εξετάζει τη σχέση των διακριτικών δεδουλευμένων με την απόδοση του ενεργητικού στο τέλος του έτους t (Return On Assets). Υπολογίζεται ως πηλίκο του καθαρού εισοδήματος (κέρδη προ φόρων) επί του συνόλου των ιδίων και ξένων κεφαλαίων (σύνολο ενεργητικού).
- Cap_{i,t}** είναι μια ψευδομεταβλητή η οποία παίρνει την τιμή Cap_{i,t}=1 αν η εταιρεία είναι υψηλότερης κεφαλαιοποίησης και Cap_{i,t}=0 αν η εταιρεία είναι χαμηλότερης κεφαλαιοποίησης .
- α0, α1, ..., α6** είναι παράμετροι που αφορούν ειδικά την κάθε εταιρεία και θα εκτιμηθούν από το μοντέλο παλινδρόμησης
- ε_{i,t}** είναι ο διαταρακτικός όρος.

Η μεταβλητή ελέγχου $ChF_{i,t}$ – ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα αναμένεται να εξετάσει την τάση των εταιρειών με χαμηλή ρευστότητα, να έχουν υψηλά διακριτικά δεδουλευμένα, προκειμένου να παρουσιάσουν στις καταστάσεις τους “ωραιοποιημένα” τα οικονομικά τους στοιχεία (Van Tendeloo and Vastraelen, 2005) . Επίσης οι μεταβλητές ελέγχου $PrM_{i,t}$ - λειτουργικό περιθώριο κέρδους και $LevS_{i,t}$ - μόχλευση αναμένεται να εξετάσουν την τάση για υψηλή διαχείριση κερδών, των εταιρειών με χαμηλή κερδοφορία και υψηλή μόχλευση (Iatridis και Kadorinis, 2009, Watts and Zimmerman, 1990) προκειμένου να αποφύγουν τις παραβιάσεις συμβάσεων χρέους. Η μεταβλητή ελέγχου $LogMV_{i,t}$ - ο λογάριθμος της χρηματιστηριακής αξίας, βοηθά να εξεταστεί αν οι εισηγμένες εταιρείες του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου του δείκτη FTSE 250 παρουσιάζουν μειωμένη διαχείριση κερδών. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω λόγω του μεγάλου μεγέθους οι εταιρείες παρουσιάζουν μειωμένη διαχείριση των κερδών λόγω των ικανών συστημάτων εσωτερικού ελέγχου και της υψηλής απαίτησης μέσω ρυθμιστικών κανόνων για διαφανείς χρηματοοικονομικές αναφορές, αλλά και επειδή τα οικονομικά τους στοιχεία είναι επιπλέον προσβάσιμα στους αναλυτές (Albrecht & Richardson 1990, Ball, R., & Foster, G., 1982, Watts and Zimmerman, 1990).

Στις εταιρείες του δείκτη FTSE 250 περιλαμβάνονται οι εταιρείες υψηλότερης κεφαλαιοποίησης για τις οποίες αναμένεται να προκύψει χαμηλό επίπεδο διαχείρισης των κερδών, τις οποίες θα ανιχνεύσει η ψευδομεταβλητή $Cap_{i,t}$. Τέλος η μεταβλητή ελέγχου $ROA_{i,t}$ - απόδοση ενεργητικού αναμένεται να εξετάσει αν οι εταιρείες που είναι σε ανάπτυξη, προκειμένου να αποφύγουν την απογοήτευση των ενδιαφερομένων και των αναλυτών της αγοράς, παρουσιάζουν υψηλή απόδοση ενεργητικού (Skinner J., Sloan G., 2002), και αν αυτή σχετίζεται με την χρήση των διακριτικών δεδουλευμένων.

4.2. *Ερευνητικά ερωτήματα - Αξία λογιστικής πληροφόρησης (value relevance)*

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω οι πληροφορίες των οικονομικών καταστάσεων επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών (Francis and Schipper, 1999). Σύμφωνα με αυτή την προσέγγιση η αξία της συνάφειας των οικονομικών καταστάσεων μετράται από την ικανότητά τους να συλλέγουν ή να συνοψίζουν τις πληροφορίες που έχουν επηρεάσει τις τιμές των μετοχών, γεγονός που τις καθιστά χρήσιμες για την αποτίμηση των μετοχών. Ο Ohlson το 1995 κατάφερε να διατυπώσει ένα οικονομετρικό μοντέλο που να ερμηνεύει αυτή τη σχέση “Όταν το εισόδημα δεν είναι ούτε μεταβατικό ούτε μόνιμο, εκείνο που ζητείται είναι ένα μοντέλο στο οποίο η τιμή των μετοχών αποτυπώνεται τόσο στη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων όσο και στα καθαρά κέρδη”.

Στο δείγμα των εταιρειών του δείκτη FTSE 250 του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου για τα έτη 2013-2016, θα διερευνηθεί αν οι τιμές των μετοχών επηρεάζονται από τα κέρδη ανά μετοχή και από τη λογιστική αξία ανά μετοχή. Αναμένεται να υπάρξει σημαντική θετική συσχέτιση όπως έχει προκύψει και από άλλες έρευνες όπως του Iatridis G., (2012) στην οποία απέδειξε ότι στις χώρες του Αγγλοσαξονικού κοινού δικαίου (common law) , όπως το Ηνωμένο Βασίλειο, με ισχυρούς μηχανισμούς προστασίας των επενδυτών, η απαίτηση για υψηλής ποιότητας λογιστικές αναφορές είναι υψηλή και αποθαρρύνει τη διαχείριση των κερδών. Ακόμα και μετά από μια τρομοκρατική επίθεση η ισχύς της συνάφειας της λογιστικής πληροφόρησης αυξήθηκε έναντι άλλων χωρών όπως η Ισπανία και η Τουρκία που ανήκουν στις χώρες κώδικα δικαίου (code law).

Άλλες μελέτες όπως των Ball, Kothari και Robin (2000) έχουν αναφερθεί σε διαφορετικά νομοθετικά και θεσμικά πλαίσια όπως αναφέρεται και στην βιβλιογραφική επισκόπηση και έχει αποδειχθεί ότι η αξία της λογιστικής πληροφόρησης είναι υψηλότερη στις χώρες με μοντέλο εταιρικής διακυβέρνησης της Αγγλοσαξονίας (Αυστραλία, Καναδάς, ΗΠΑ και Ηνωμένο Βασίλειο) έναντι άλλων που ανήκουν στο ηπειρωτικό πρότυπο εταιρικής διακυβέρνησης (Γαλλία, Γερμανία και Ιαπωνία).

Οι υποθέσεις η οποία διερευνώνται στη μελέτη αυτή είναι :

Υπόθεση H3: Είναι πιθανό να υπάρχει θετική σχέση μεταξύ της χρηματιστηριακής αξίας (MV) και των λογιστικών πληροφοριών που αφορούν στην λογιστική αξία (BVS) και τα κέρδη ανά μετοχή (NIS) στις εταιρείες του δείκτη FTSE 250 του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου.

Υπόθεση H4: Είναι πιθανό να υπάρχει θετική σχέση μεταξύ των κερδών ανά μετοχή ($NPSP_{i,t}$) και της απόδοσης κεφαλαίου ($ASR_{i,t}$) στις εταιρείες του δείκτη FTSE 250 του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου.

4.2.1. Μεθοδολογία αξίας λογιστικής πληροφόρησης

Για την ανάλυση παλινδρόμησης θα χρησιμοποιηθεί το παρακάτω μοντέλο το οποίο είναι η απλή μορφή του θεμελιώδους μοντέλου του Ohlson (1995) και σύμφωνα με τις έρευνες των Hung, M., Subramanyam, K., (2007) και Iatridis G., (2012), προκειμένου να εξεταστεί η υπόθεση H3:

$$MV_{i,t} = a0 + a1 BVS_{i,t} + a2 NIS_{i,t} + e_{i,t} \quad (3)$$

Όπου :

- MV_{i,t}** είναι η συνολική χρηματιστηριακή αξία των ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή για την εταιρεία i στο τέλος του έτους t,
- BVS_{i,t}** είναι η λογιστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου ανά μετοχή,
- NIS_{i,t}** είναι τα καθαρά κέρδη ανά μετοχή,
- e_{i,t}** είναι ο όρος σφάλματος.

Η παρακάτω εξίσωση (4) παρουσιάζει την παλινδρόμηση των ελαχίστων τετραγώνων των κερδών στην απόδοση κεφαλαίου, σύμφωνα με τους Lang et al., 2006; Barth et al., 2008 και τις έρευνες των Iatridis G., (2012) προκειμένου να εξεταστεί η Υπόθεση H4:

$$NPSP_{i,t} = a0 + a1 ASR_{i,t} + e_{i,t} \quad (4)$$

Όπου :

- NPSP_{i,t}** είναι το καθαρό κέρδος ανά μετοχή αποπληθωρισμένο - διαιρούμενο δηλαδή με την τιμή της μετοχής στην αρχή του έτους,
- ASR_{i,t}** είναι η ετήσια απόδοση κεφαλαίου στο τέλος του έτους (Annual Stock Return),
- e_{i,t}** είναι ο όρος σφάλματος.

Κεφάλαιο 5

Εμπειρικά αποτελέσματα

Σε συνέχεια των ερευνητικών ερωτημάτων που τέθηκαν παραπάνω και σύμφωνα με τα μοντέλα που προτάθηκαν για χρήση προς διερεύνηση, έγινε χρήση του στατιστικού προγράμματος SPSS για την επεξεργασία των δεδομένων, προκειμένου να εξαχθούν τα εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνας.

5.1. Εμπειρικά αποτελέσματα – Διαχείριση κερδών

Σύμφωνα με την εξίσωση (1) που βασίζεται στο μοντέλο της Jones (1991) τα διακριτικά δεδουλευμένα προκύπτουν ως κατάλοιπα της παλινδρόμησης των συνολικών δεδουλευμένων:

$$AC_{i,t} = a1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + a2 \Delta REV_{i,t} + a3 PPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Με την εφαρμογή του μοντέλου στα δεδομένα του δείγματος υπολογίστηκαν τα διακριτικά δεδουλευμένα. Το επόμενο βήμα είναι η εφαρμογή του μοντέλου παλινδρόμησης που αφορά στα διακριτικά δεδουλευμένα και την σχέση τους με επιμέρους λογιστικά μεγέθη ως μέτρο εκτίμησης της διαχείρισης κερδών, το οποίο έχει την ακόλουθη μορφή:

$$DisAC_{i,t} = \alpha 0 + \alpha 1 ChF_{i,t} + \alpha 2 LogMV_{i,t} + \alpha 3 PrM_{i,t} + \alpha 4 LevS_{i,t} + \alpha 5 ROA_{i,t} + \alpha 6 Cap_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Στη συνέχεια ακολουθούν τα περιγραφικά στοιχεία των μεταβλητών, οι διαγνωστικοί έλεγχοι του μοντέλου, καθώς και η ανάλυση παλινδρόμησης του δείγματος των 108 εταιρειών (432 ετήσιες παρατηρήσεις) για τα έτη 2013-2016 που αφορούν στην διαχείριση κερδών και ερευνούν τις υποθέσεις **H1** και **H2**.

Πίνακας 3. Διαχείριση κερδών - Περιγραφικά στατιστικά μεταβλητών
Desriptive Statistics (n=432)

	DisACi,t	ChFi,t	LnMVi,t	PrMi,t	LevSi,t	ROAi,t
Mean	,017273	,125403	7,009849	,098437	,822617	,098800
Median	-,095066	,097594	7,043000	,088550	,499133	,072250
Std. Deviation	1,066848	,2237933	1,0869777	,168381	3,474171	,265852
Minimum	-7,8114	-,0709	2,3626	-,9912	-25,875643	-,4454
Maximum	9,8668	2,5073	11,9146	1,4315	43,014706	2,8283

DisACi,t Διακριτικά δεδουλευμένα

ChFi,t Ταμειακές ροές απο λειτουργική δραστηριότητα / Σύνολο Ενεργητικού

LnMVi,t Λογάριθμος Χρηματιστηριακής αξίας

PrMi,t Κέρδη προ φόρων και τόκων / πωλήσεις (Operating Profit Margin)

LevSi,t Μόχλευση (Μακρ/σμες υποχρεώσεις /σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (Shareholders' funds)

ROAi,t Κέρδη πρό φόρων / Σύνολο Ενεργητικού

Ο παραπάνω πίνακας δείχνει ότι για τις μεταβλητές DisACi,t Διακριτικά δεδουλευμένα, ChFi,t Ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα / Σύνολο Ενεργητικού, PrMi,t Κέρδη προ φόρων και τόκων / πωλήσεις (Operating Profit Margin), LevSi,t Μόχλευση (Μακρ/σμες υποχρεώσεις /σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (Shareholders' funds) και ROAi,t Κέρδη προ φόρων / Σύνολο Ενεργητικού ο αριθμητικός μέσος είναι μεγαλύτερος από τη διάμεσο επομένως η καμπύλη συχνοτήτων για την κάθε μεταβλητή παρουσιάζει θετική ασυμμετρία, με τιμές αντίστοιχα αριθμητικού μέσου (mean) $\bar{x} = 0,017273$, $\bar{x} = 0,125403$, $\bar{x} = 0,098437$, $\bar{x} = 0,822617$, $\bar{x} = 0,098800$ και διάμεσο (median) $\delta = -,095066$, $\delta = 0,097594$ $\delta = ,088550$, $\delta = 0,499133$ και $\delta = 0,072250$.

Για την μεταβλητή LnMVi,t Λογάριθμος Χρηματιστηριακής αξίας ισχύει το αντίθετο και επομένως παρουσιάζει αρνητική ασυμμετρία με τιμή αριθμητικού μέσου (mean) $\bar{x} = 7,009849$ και διάμεσο (median) $\delta = 7,043000$.

Η τυπική απόκλιση (Std. Deviation) για όλες τις μεταβλητές είναι αντίστοιχα: $\sigma = 1,066848$, $\sigma = 0,2237933$, $\sigma = 1,0869777$, $\sigma = 0,168381$, $\sigma = 3,474171$, $\sigma = 0,265852$. Η ελάχιστη τιμή για τα DisACi,t Διακριτικά δεδουλευμένα είναι -7,8114 και η μέγιστη 9,8668. Η ελάχιστη τιμή για τις ChFi,t Ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα / Σύνολο Ενεργητικού είναι -0,0709 και η μέγιστη 2,5073. Η ελάχιστη τιμή για τον LnMVi,t Λογάριθμος Χρηματιστηριακής αξίας είναι 2,3626 και η μέγιστη 11,9146.

Η ελάχιστη τιμή για τα $PrMi_t$ Κέρδη προ φόρων και τόκων / πωλήσεις (Operating Profit Margin) είναι $-0,9912$ και η μέγιστη $1,4315$. Η ελάχιστη τιμή για την $LevSi_t$ Μόχλευση (Μακρ/σμες υποχρεώσεις / σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (Shareholders' funds) είναι $-25,875643$ και η μέγιστη $43,014706$. Η ελάχιστη τιμή για τα $ROAi_t$ Κέρδη πρό φόρων / Σύνολο Ενεργητικού είναι $-0,4454$ και η μέγιστη $2,8283$.

Από τον έλεγχο κανονικότητας του μοντέλου (Test of normality) με τα test των Kolmogorov-Smirnov και Shapiro-Wilk προέκυψε ότι όλες οι μεταβλητές δεν ακολουθούν την κανονική κατανομή επειδή η τιμή p-value είναι ίση με $0,000 < 0,05$ ($LnMVi_t$ – p-value $0,004 < 0,05$) και επομένως απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση ότι ακολουθούν την κανονική κατανομή.

Πίνακας 4. Διαχείριση κερδών - Έλεγχος κανονικότητας

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
DisACi,t Διακριτικά δεδουλευμένα	,209	306	,000	,675	306	,000
ChFi,t Ταμειακές ροές απο λειτουργική δραστηριότητα / Σύνολο Ενεργητικού	,080	306	,000	,950	306	,000
LnMVi,t Λογάριθμος Χρηματιστηριακής αξίας	,064	306	,004	,960	306	,000
PrMi,t Κέρδη προ φόρων και τόκων / πωλήσεις (Operating Profit Margin)	,234	306	,000	,685	306	,000
LevSi,t Μόχλευση (Μακρ/σμες υποχρεώσεις / σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (Shareholders' funds)	,355	306	,000	,462	306	,000
ROAi,t Κέρδη πρό φόρων / Σύνολο Ενεργητικού	,145	306	,000	,867	306	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Από τον παρακάτω πίνακα συσχέτισης των μεταβλητών (Correlations) προέκυψε ότι υπάρχουν πολύ χαμηλές συσχετίσεις μεταξύ της εξαρτημένης μεταβλητής $DisAC_{i,t}$ Διακριτικά δεδουλευμένα και όλων των ανεξάρτητων μεταβλητών επειδή ο συντελεστής συσχέτισης Pearson είναι : $r_{ChFi,t} = -0,25$, $r_{LnMVi,t} = -0,80$, $r_{PrMi,t} = 0,06$, $r_{LevSi,t} = 0,029$ και

$r_{ROAi,t} = -0,06$ αντίστοιχα και δεν είναι στατιστικά σημαντικές επειδή η τιμή p-value είναι $> 0,05$ σε όλες τις περιπτώσεις : $\alpha_{ChFi,t} = 0,599$, $\alpha_{LnMVi,t} = 0,115$, $\alpha_{PrMi,t} = 0,905$, $\alpha_{LevSi,t} = 0,598$ και $\alpha_{ROAi,t} = 0,905$.

Επίσης παρατηρείται θετική συσχέτιση μεταξύ της μεταβλητής $ChFi_{i,t}$ Ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα / Σύνολο Ενεργητικού και των μεταβλητών:

1. $ROAi_{i,t}$ Κέρδη προ φόρων / Σύνολο Ενεργητικού, 2. $PrMi_{i,t}$ Κέρδη προ φόρων και τόκων / πωλήσεις (Operating Profit Margin) και 3. $LnMVi_{i,t}$ Λογάριθμος Χρηματιστηριακής αξίας ($r_{ROAi,t} = 0,952$, $r_{PrMi,t} = 0,424$, $r_{LnMVi,t} = 0,117$) και στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01 και 0,05 αντίστοιχα (p-value : $\alpha_{ROAi,t} = \alpha_{PrMi,t} = 0,000 < 0,01$ και $\alpha_{LnMVi,t} = 0,021 < 0,05$). Στην περίπτωση 1. η συσχέτιση είναι πολύ υψηλή $95\% > 70\%$, αποτελεί ένδειξη απόρριψης της μιας εκ των (2) μεταβλητών από το μοντέλο.

Παρατηρείται θετική συσχέτιση μεταξύ της μεταβλητής $LnMVi_{i,t}$ Λογάριθμος Χρηματιστηριακής αξίας και των μεταβλητών:

1. $ROAi_{i,t}$ Κέρδη προ φόρων / Σύνολο Ενεργητικού, 2. $PrMi_{i,t}$ Κέρδη προ φόρων και τόκων / πωλήσεις (Operating Profit Margin) ($r_{ROAi,t} = 0,117$, $r_{PrMi,t} = 0,100$) και στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 0,05 (p-value : $\alpha_{ROAi,t} = 0,020 < 0,05$ και $\alpha_{PrMi,t} = 0,047 < 0,05$).

Η μεταβλητή $PrMi_{i,t}$ Κέρδη προ φόρων και τόκων / πωλήσεις (Operating Profit Margin) παρουσιάζει θετική συσχέτιση με την μεταβλητή $ROAi_{i,t}$ Κέρδη προ φόρων / Σύνολο Ενεργητικού ($r = 0,559$) σε επίπεδο σημαντικότητας 0,01 (p-value : $\alpha = 0,000 < 0,01$), ενώ η συσχέτιση με την μεταβλητή $LevSi_{i,t}$ Μόχλευση (Μακρ/σμες υποχρεώσεις / σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (Shareholders' funds) ($r = 0,08$) δεν είναι στατιστικά σημαντική (p-value : $\alpha = 0,879 > 0,05$).

Οι συσχετίσεις της μεταβλητής LevSi,t Μόχλευση (Μακρ/σμες υποχρεώσεις /σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (Shareholders' funds) ($r_{ChFi,t} = 0,056$, $r_{LnMVi,t} = -0,034$, $r_{PrMi,t} = 0,008$ και $r_{ROAi,t} = -0,019$), με όλες τις άλλες μεταβλητές δεν είναι στατιστικά σημαντικές επειδή ($p\text{-value} : \alpha_{ChFi,t} = 0,305 > 0,05$, $\alpha_{LnMVi,t} = -0,557 > 0,05$, $\alpha_{PrMi,t} = 0,879 > 0,05$ και $\alpha_{ROAi,t} = -0,733 > 0,05$).

Πίνακας 5. Διαχείριση κερδών - Συσχέτιση μεταβλητών - Correlations

		DisACi,t	ChFi,t	LnMVi,t	PrMi,t	LevSi,t	ROAi,t
DisACi,t Διακριτικά δεδολεμένα	Pearson Correlation	1	-,025	-,080	,006	,029	-,006
	Sig. (2-tailed)		,599	,115	,905	,598	,905
	N	429	429	391	429	338	429
ChFi,t Ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα / Σύνολο Ενεργητικού	Pearson Correlation	-,025	1	,117*	,424**	,056	,952**
	Sig. (2-tailed)	,599		,021	,000	,305	,000
	N	429	432	393	432	340	432
LnMVi,t Λογάριθμος Χρηματιστηριακής αξίας	Pearson Correlation	-,080	,117*	1	,100*	-,034	,117*
	Sig. (2-tailed)	,115	,021		,047	,557	,020
	N	391	393	393	393	308	393
PrMi,t Κέρδη προ φόρων και τόκων / πωλήσεις (Operating Profit Margin)	Pearson Correlation	,006	,424**	,100*	1	-,008	,559**
	Sig. (2-tailed)	,905	,000	,047		,879	,000
	N	429	432	393	432	340	432
LevSi,t Μόχλευση (Μακρ/σμες υποχρεώσεις /σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (Shareholders' funds)	Pearson Correlation	,029	,056	-,034	-,008	1	-,019
	Sig. (2-tailed)	,598	,305	,557	,879		,733
	N	338	340	308	340	340	340
ROAi,t Κέρδη προ φόρων / Σύνολο Ενεργητικού	Pearson Correlation	-,006	,952**	,117*	,559**	-,019	1
	Sig. (2-tailed)	,905	,000	,020	,000	,733	
	N	429	432	393	432	340	432

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Με την εκτέλεση της γραμμικής παλινδρόμησης στον παρακάτω πίνακα model summary συντελεστής συσχέτισης του Pearson είναι πολύ μικρός $R = 0,077$ με ένδειξη μικρής συσχέτισης των μεταβλητών και ο συντελεστής προσδιορισμού ο οποίος ερμηνεύει την προσαρμοστικότητα του μοντέλου είναι σχεδόν μηδενικός ($R^2 = 0,006$), δηλαδή τα διακριτικά δεδουλευμένα ερμηνεύονται μόνο κατά 0,06% από τις μεταβλητές εξάρτησης, επομένως το μοντέλο δεν είναι κατάλληλο.

Ο συντελεστής αυτοσυσχέτισης Durbin-Watson είναι $d = 2,520 > 2$ και δηλώνει ότι δεν υπάρχει αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων (ο διαταρακτικός όρος μιας παρατήρησης του δείγματος προκαλεί μια αύξηση του διαταρακτικού όρου μιας άλλης παρατήρησης).

Πίνακας 6 . Διαχείριση κερδών - Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,077 ^a	,006	-,011	1,1274148	2,520

- a. Predictors: (Constant), ROAi,t Κέρδη πρό φόρων / Σύνολο Ενεργητικού, LevSi,t Μόχλευση (Μακρ/σμες υποχρεώσεις /σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων, LnMVi,t Λογάριθμος Χρηματιστηριακής αξίας, ChFi,t Ταμειακές ροές απο λειτουργική δραστηριότητα / Σύνολο Ενεργητικού, PrMi,t Κέρδη προ φόρων και τόκων / πωλήσεις (Operating Profit Margin)

- b. Dependent Variable: DisACi,t Διακριτικά δεδουλευμένα

Από τον παρακάτω πίνακα ανάλυσης της διακύμανσης ANOVA η τιμή που εκφράζει τη συνολική στατιστική σημαντικότητα είναι $F = t^2 = 0,358$ και η τιμή p-value είναι $0,877 > 0,05$, επομένως δεν μπορεί να απορριφθεί η μηδενική υπόθεση ($H_0 : a_1 = a_2 = a_3 = a_4 = a_5 = 0$) και καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι μεταβλητές πρόβλεψης δεν επιδρούν με στατιστικά σημαντικό τρόπο στην διαμόρφωση των διακριτικών δεδουλευμένων .

Πίνακας 7. Διαχείριση κερδών Ανάλυση Διακύμανσης (Analysis of Variance-ANOVA)^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,276	5	,455	,358	,877^b
	Residual	381,319	300	1,271		
	Total	383,596	305			

- a. Dependent Variable: DisACi,t Διακριτικά δεδουλευμένα

Το μοντέλο παίρνει τη μορφή:

Διακριτικά δεδουλευμένα = $0,497 + 0,308 \chi \text{ Ταμειακές ροές από λειτουργική δραστηριότητα} / \text{Σύνολο Ενεργητικού} - 0,076 \chi \text{ Λογάρισμος Χρηματιστηριακής αξίας} - 0,037 \chi \text{ Κέρδη προ φόρων και τόκων} / \text{πωλήσεις (Operating Profit Margin)} + 0,05 \chi \text{ Μόχλευση (Μακρ/σμες υποχρεώσεις / σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων)} + 0,211 \text{ Κέρδη προ φόρων} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}.$

Για κάθε 1 μονάδα μεταβολής στις Ταμειακές ροές από Λειτουργική δραστηριότητα / Σύνολο Ενεργητικού έχουμε αντίστοιχη αύξηση 0,308 στα Διακριτικά Δεδουλευμένα, και αντίστοιχες αυξήσεις/μειώσεις στα Διακριτικά Δεδουλευμένα λόγω μεταβολής κατά 1 μονάδα στις υπόλοιπες μεταβλητές εξάρτησης .

Πίνακας 8. Διαχείριση κερδών - Συντελεστές παλινδρόμησης διαχείρισης κερδών (Coefficients)^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1							
(Constant)	,497	,413		1,202	,230		
ChFi,t	,308	1,209	,017	,254	,799	,752	1,331
LnMVi,t	-,076	,059	-,076	-1,300	,194	,968	1,034
PrMi,t	-,037	,629	-,005	-,059	,953	,500	1,999
LevSi,t	,005	,029	,011	,185	,853	,992	1,008
ROAi,t	,211	1,258	,015	,168	,867	,414	2,416

a. Dependent Variable: DisACi,t Διακριτικά δεδουλευμένα

Από τον παραπάνω πίνακα των συντελεστών παλινδρόμησης (Coefficients) οι αντίστοιχες τιμές των p-value για τον σταθερό όρο (constant) και για τους συντελεστές εξάρτησης (coefficient) είναι κατ'αντιστοιχία :

$\alpha_{\text{con}} = 0,230 > 0,05$, $\alpha_{\text{ChFi,t}} = 0,799 > 0,05$, $\alpha_{\text{LnMVi,t}} = 0,194 > 0,05$, $\alpha_{\text{PrMi,t}} = 0,953 > 0,05$, $\alpha_{\text{LevSi,t}} = 0,853 > 0,05$, και $\alpha_{\text{ROAi,t}} = 0,867 > 0,05$, επομένως δεν απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση (ότι $a_0 = a_1 = a_2 = a_3 = a_4 = a_5 = 0$) και καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι ο σταθερός όρος και όλοι οι συντελεστές εξάρτησης δεν επιδρούν με στατιστικά σημαντικό τρόπο στην διαμόρφωση της ανεξάρτητης μεταβλητής.

Επίσης οι τιμές t ($t = B/\text{Std.Error}$) για τον σταθερό όρο και τους συντελεστές εξάρτησης είναι αντίστοιχα: $t_{\text{con}} = 1,202 < 2$, $t_{\text{ChFi,t}} = 0,254 < 2$, $t_{\text{LnMVi,t}} = -1,300 < 2$, $t_{\text{PrMi,t}} = -0,059 < 2$, $t_{\text{LevSi,t}} = 0,185 < 2$, και $t_{\text{ROAi,t}} = 0,168 < 2$, επομένως εξάγεται το συμπέρασμα πως η σταθερά και όλες οι μεταβλητές δεν είναι στατιστικά σημαντικές.

Επίσης από τον έλεγχο συγγραμικότητας προκύπτει ότι δεν υφίσταται συγγραμικότητα εφόσον ο συντελεστής ανοχής-“tolerance” $= 1 - R^2$ είναι : $\text{tolerance}_{\text{ChFi,t}} = 0,752 > 0,1$, $\text{tolerance}_{\text{LnMVi,t}} = 0,968 > 0,1$, $\text{tolerance}_{\text{PrMi,t}} = 0,500 > 0,1$, $\text{tolerance}_{\text{LevSi,t}} = 0,992$ και $\text{tolerance}_{\text{ROAi,t}} = 0,414 > 0,1$ και ο συντελεστής διόγκωσης διασποράς-“Variance Inflator Factor” ($\text{VIF} = \frac{1}{\text{tolerance}}$) είναι : $\text{VIF}_{\text{ChFi,t}} = 1,331 < 5$, $\text{VIF}_{\text{LnMVi,t}} = 1,034 < 5$, $\text{VIF}_{\text{PrMi,t}} = 1,999 < 5$, $\text{VIF}_{\text{LevSi,t}} = 1,008 < 5$ και $\text{VIF}_{\text{ROAi,t}} = 2,416 < 5$.

Από τον έλεγχο ορθότητας του μοντέλου με την βοήθεια του test κανονικότητας των τυποποιημένων καταλοίπων (studentized residuals) των Kolmogorov-Smirnov και Shapiro-Wilk προέκυψε ότι η τιμή p -value είναι ίση με $0,000 < 0,05$ και επομένως απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση ότι τα τυποποιημένα κατάλοιπα της παλινδρόμησης (studentized residuals) ακολουθούν κανονική κατανομή.

Πίνακας 9. Διαχείριση κερδών - Έλεγχος κανονικότητας τυποποιημένων καταλοίπων - Tests of Normality on studentized residuals

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Studentized Residual	,204	306	,000	,683	306	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Από τον έλεγχο τυχαιότητας των σφαλμάτων με το τεστ ροών (Runs test) προκύπτει ότι η τιμή $p\text{-value} = 0,819 > 0,05$, οπότε δεν απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση ότι τα κατάλοιπα είναι τυχαία.

**Πίνακας 10. Διαχείριση κερδών - Τεστ Ροών
τυποποιημένων καταλοίπων - Runs Test**

	Studentized Residual
Test Value ^a	-,09196
Cases < Test Value	153
Cases ≥ Test Value	153
Total Cases	306
Number of Runs	156
Z	,229
Asymp. Sig. (2-tailed)	,819

a. Median

Με τη διενέργεια ελέγχου Glejser δεν εντοπίζεται ετεροσκεδαστικότητα στα κατάλοιπα της παλινδρόμησης. Από την παλινδρόμηση των απόλυτων τιμών των καταλοίπων με την τετραγωνική ρίζα των ανεξάρτητων μεταβλητών, επειδή ο συντελεστής προσδιορισμού είναι $R^2 = 0,016$ (ή 0,01%), δεν προκύπτει συσχέτιση των καταλοίπων με τις ανεξάρτητες μεταβλητές, χωρίς στατιστική σημαντικότητα επειδή $p\text{-value} = 0,511 > 0,05$. Ο συντελεστής αυτοσυσχέτισης Durbin Watson είναι $d = 1,655 < 2$ και δηλώνει θετική αυτοσυσχέτιση.

**Πίνακας 11 . Διαχείριση κερδών -Έλεγχος Glejser
Model Summary^b**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,126 ^a	,016	-,003	,9394219	1,655

a. Predictors: (Constant), RoaSR, LevSR, LnSR, ChFSR, PrMSR

b. Dependent Variable: Absolute Unstandardized Residual

Ανάλυση Διακύμανσης καταλοίπων (Analysis of Variance-ANOVA)^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3,777	5	,755	,856	,511^b
	Residual	233,866	265	,883		
	Total	237,643	270			

a. Dependent Variable: Absolute Unstandardized Residual

b. Predictors: (Constant), RoaSR, LevSR, LnSR, ChFSR, PrMSR

Πίνακας συντελεστών παλινδρόμησης καταλοίπων (Coefficients) ^a

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1,655	,773		2,142	,033		
	ChFSR	-,113	,819	-,010	-,139	,890	,658	1,519
	LnSR	-,288	,304	-,063	-,947	,344	,849	1,178
	PrMSR	,000	,661	,000	-,001	1,000	,596	1,679
	LevSR	-,106	,122	-,057	-,871	,384	,860	1,163
	RoasR	-,820	,902	-,084	-,909	,364	,434	2,304

a. Dependent Variable: Absolute Unstandardized Residual

Από την εξέταση όλων των παραπάνω εμπειρικών αποτελεσμάτων που αφορούν στην διαχείριση κερδών για το σύνολο του δείγματος, δεν προκύπτει υψηλό R^2 το οποίο να εκφράζει τη διαχείριση κερδών μέσω της υψηλής συσχέτισης των διακριτικών δεδομένων και των μεγεθών που επιλέχθηκαν για την ερμηνεία της διακύμανσής τους. Το μοντέλο της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης που χρησιμοποιήθηκε κρίνεται μη κατάλληλο για την εφαρμογή της θεωρίας που αφορά στα διακριτικά δεδομένα και την διαχείριση κερδών και ενδεχομένως απαιτείται άλλο μοντέλο, ή μετατροπή του ίδιου π.χ. λογαριθμίζοντας τις μεταβλητές με φυσικό λογάριθμο να καταλήξουμε σε γραμμική παλινδρόμηση. Επίσης δεν μπορεί να διερευνηθεί η υπόθεση της μειωμένης διαχείρισης κερδών στις εταιρείες υψηλής κεφαλαιοποίησης για τους ίδιους λόγους που αναφέρθηκαν προηγουμένως.

Στο ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α παρατίθενται τα διαγράμματα που αναπαριστούν γραφικά τα παραπάνω αποτελέσματα και αφορούν στην κανονικότητα της παλινδρόμησης και στον εντοπισμό ακραίων παρατηρήσεων «outliers».

5.2. Εμπειρικά αποτελέσματα – Αξία λογιστικής πληροφόρησης

Για την εκτίμηση της αξίας λογιστικής πληροφόρησης, προκειμένου να ελεγχθούν τα (2) μοντέλα παλινδρόμησης που συσχετίζουν την χρηματιστηριακή αξία της μετοχής με την λογιστική αξία και τα κέρδη ανά μετοχή (εξίσωση 3) καθώς και τα κέρδη ανά μετοχή με την απόδοση κεφαλαίου (εξίσωση 4), υπολογίστηκαν με τη χρήση του SPSS τα περιγραφικά στοιχεία των μεταβλητών, οι διαγνωστικοί έλεγχοι των μοντέλων, καθώς και οι αναλύσεις παλινδρόμησης του δείγματος των 108 εταιρειών (432 ετήσιες παρατηρήσεις) για τα έτη 2013-2016 που αφορούν στην διαχείριση κερδών και ερευνούν τις Υποθέσεις H3 και H4.

5.2.1. Εμπειρικά αποτελέσματα - α' μοντέλο αξίας λογιστικής πληροφόρησης

A. Το πρώτο μοντέλο αξίας λογιστικής πληροφόρησης (value relevance) το οποίο εξετάζεται έχει την ακόλουθη μορφή:

$$MV_{i,t} = a_0 + a_1 BVS_{i,t} + a_2 NIS_{i,t} + e_{i,t} \quad (3)$$

Στη συνέχεια ακολουθούν τα περιγραφικά στοιχεία των μεταβλητών, οι διαγνωστικοί έλεγχοι του μοντέλου, καθώς και η ανάλυση παλινδρόμησης του δείγματος των 108 εταιρειών (432 ετήσιες παρατηρήσεις) για τα έτη 2013-2016 που αφορούν στην διαχείριση κερδών και ερευνούν την **Υπόθεση H3**.

Πίνακας 12. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α' μοντέλο)
Περιγραφικά στατιστικά μεταβλητών - Descriptive Statistics (n=432)

	MV _{i,t}	BVS _{i,t}	NIS _{i,t}
Mean	7,042858	,27860591	,515673
Median	4,434276	,08261732	,303500
Std. Deviation	6,9314461	1,081432831	2,1161974
Minimum	,1703	-5,113359	-1,8060
Maximum	41,2339	14,726265	43,1430

MV_{i,t} Χρηματιστηριακή αξία/ μετοχή

BVS_{i,t} Λογιστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου / μετοχή

NIS_{i,t} Καθαρό Κέρδος ανά μετοχή

Ο πίνακας δείχνει ότι η $MV_{i,t}$ με αριθμητικό μέσο (mean) $\bar{x} = 7,042858$ και διάμεσο (median) $\delta = 4,434276$ υποδηλώνει θετική ασυμμετρία στην καμπύλη συχνοτήτων ενώ η τυπική απόκλιση είναι $\sigma = 6,9314461$, η ελάχιστη τιμή είναι 0,1703 και η μέγιστη 41,2339. Η $BVSi,t$ έχει αριθμητικό μέσο $\bar{x} = 0,27860591$ μεγαλύτερο από τη διάμεσο $\delta = 0,08261732$ και υποδηλώνει θετική ασυμμετρία της καμπύλης συχνοτήτων. Η τυπική απόκλιση (Std.Deviation) είναι $\sigma = 1,081432831$, ενώ η ελάχιστη τιμή είναι αρνητική $\min = -5,1113$ και η μέγιστη $\max = 14,7262$. Η $NISi,t$ έχει αριθμητικό μέσο $\bar{x} = 0,515673$ μεγαλύτερο από τη διάμεσο $\delta = 0,303500$ και υποδηλώνει θετική ασυμμετρία της καμπύλης συχνοτήτων. Η τυπική απόκλιση (Std.Deviation) είναι $\sigma = 2,1161974$, ενώ η ελάχιστη τιμή είναι αρνητική $\min = -1,8060$ και η μέγιστη $\max = 43,1430$.

Από τον έλεγχο κανονικότητας του μοντέλου (Test of normality) με τα test των Kolmogorov-Smirnov και Shapiro-Wilk προέκυψε ότι και οι τρεις μεταβλητές δεν ακολουθούν την κανονική κατανομή επειδή η τιμή p-value είναι ίση με $0,000 < 0,05$ και επομένως απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση ότι ακολουθούν την κανονική κατανομή.

Πίνακας 13. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α' μοντέλο)
Έλεγχος κανονικότητας μοντέλου - Test of normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
$MV_{i,t}$ Χρηματιστηριακή αξία/ μετοχή	,185	419	,000	,792	419	,000
$BVSi,t$ Λογιστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου / μετοχή	,346	419	,000	,302	419	,000
$NISi,t$ Καθαρό Κέρδος ανά μετοχή	,344	419	,000	,135	419	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Από τον παρακάτω πίνακα συσχέτισης των μεταβλητών (Correlations) προέκυψε ότι υπάρχει χαμηλή θετική συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών $MV_{i,t}$ Χρηματιστηριακή αξία/ μετοχή και $NISi,t$ Καθαρό Κέρδος ανά μετοχή επειδή η ο συντελεστής συσχέτισης Pearson είναι $r = 0,189$ και είναι στατιστικά σημαντικός (p-value είναι $0,000 < 0,05$) και επίσης μεταξύ

των μεταβλητών $NIS_{i,t}$ Καθαρό Κέρδος / μετοχή και $BVSi_{i,t}$ Λογιστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου / μετοχή ο συντ/στής συσχέτισης είναι $r = 0,149$ και η τιμή p-value είναι $0,002 < 0,05$. Η $MVi_{i,t}$ Χρηματιστηριακή αξία/ μετοχή έχει πολύ χαμηλή αρνητική συσχέτιση με την $BVSi_{i,t}$ Λογιστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου / μετοχή επειδή ο συντ/στής συσχέτισης $r = -0,031$ αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντική (p-value $0,521 > 0,05$).

Πίνακας 14. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α' μοντέλο)
Συσχέτιση μεταβλητών Correlations

		$MVi_{i,t}$	$BVSi_{i,t}$	$NISi_{i,t}$
$MVi_{i,t}$	Pearson Correlation	1	-,031	,189**
	Sig. (2-tailed)		,521	,000
	N	419	419	419
$BVSi_{i,t}$	Pearson Correlation	-,031	1	,149**
	Sig. (2-tailed)	,521		,002
	N	419	431	431
$NISi_{i,t}$	Pearson Correlation	,189**	,149**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,002	
	N	419	431	432

**, Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Με την εκτέλεση της γραμμικής παλινδρόμησης στον παρακάτω πίνακα model summary ο συντελεστής συσχέτισης του Pearson είναι μικρός $R = 0,198$ με ένδειξη μικρής συσχέτισης των μεταβλητών και ο συντελεστής προσδιορισμού ο οποίος ερμηνεύει την προσαρμοστικότητα του μοντέλου είναι πολύ μικρός ($R^2 = 0,039$), δηλαδή η χρηματιστηριακή αξία / μετοχή ερμηνεύεται μόνο κατά 3,9% από την λογιστική αξία/ μετοχή και τα καθαρά κέρδη / μετοχή.

Ο συντελεστής αυτοσυσχέτισης Durbin-Watson είναι $d = 0,727 < 2$ και δηλώνει μικρή θετική αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων (ο διαταρακτικός όρος μιας παρατήρησης του δείγματος προκαλεί μια αύξηση του διαταρακτικού όρου μιας άλλης παρατήρησης).

**Πίνακας 15 . Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α' μοντέλο) –
Model Summary^b**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,198 ^a	,039	,035	6,8104794	,727

a. Predictors: (Constant), NIS_{i,t} Καθαρό Κέρδος ανά μετοχή, BVSi_t Λογιστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου / μετοχή

b. Dependent Variable: MVi_t Χρηματιστηριακή αξία/ μετοχή

Από τον παρακάτω πίνακα ανάλυσης της διακύμανσης ANOVA η τιμή που εκφράζει τη συνολική στατιστική σημαντικότητα είναι $F = t^2 = 8,490$ και η τιμή p-value είναι $0,000 < 0,05$ επομένως απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση ($H_0 : a_1=a_2=0$) και καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η λογιστική αξία/μετοχή και τα καθαρά κέρδη / μετοχή επιδρούν με στατιστικά σημαντικό τρόπο στην διαμόρφωση της χρηματιστηριακής αξίας/μετοχή.

**Πίνακας 16 . Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α' μοντέλο) –
Ανάλυση Διακύμανσης (Analysis of Variance-ANOVA)^a**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	787,613	2	393,806	8,490	,000^b
	Residual	19295,174	416	46,383		
	Total	20082,787	418			

a. Dependent Variable: MVi_t Χρηματιστηριακή αξία/ μετοχή

b. Predictors: (Constant), NIS_{i,t} Καθαρό Κέρδος ανά μετοχή, BVSi_t Λογιστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου / μετοχή

Το μοντέλο παίρνει τη μορφή:

Χρηματιστηριακή Αξία / μετοχή = 6,822 + -0,385 χ Λογιστική Αξία / μετοχή +0,638 χ Καθαρά Κέρδη / μετοχή

Για κάθε 1 μονάδα μεταβολής στην Λογιστική Αξία / μετοχή έχουμε αντίστοιχη μείωση στην Χρηματιστηριακή Αξία / μετοχή κατά 0,385 και επίσης 1 μονάδα μεταβολής στα Καθαρά Κέρδη / μετοχή αυξάνουν την Χρηματιστηριακή Αξία / μετοχή κατά 0,638. Στην περίπτωση που οι δύο συντελεστές είναι ίσοι με μηδέν, επομένως δεν υφίσταται μετοχικό κεφάλαιο, συνεπακόλουθα δεν ισχύει και η τιμή της σταθεράς $a_0 = 6,822$.

**Πίνακας 17 . Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α' μοντέλο) –
Συντελεστές παλινδρόμησης Coefficients^a**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		95,0% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	Lower Bound	Upper Bound
1 (Constant)	6,822	,350		19,470	,000			6,133	7,511
BVSi,t	-,385	,307	-,061	-1,254	,211	,978	1,023	-,990	,219
NISi,t	,638	,157	,198	4,068	,000	,978	1,023	,330	,946

a. Dependent Variable: MVi,t Χρηματιστηριακή αξία/ μετοχή

Από τον παραπάνω πίνακα των συντελεστών παλινδρόμησης (Coefficients) οι αντίστοιχες τιμές των p-value για τον σταθερό όρο (constant) και για τον συντελεστή εξάρτησης (coefficient) NISi,t Καθαρά Κέρδη / μετοχή είναι $\alpha = 0,000 < 0,05$, ενώ για την BVSi,t Λογιστική Αξία / μετοχή είναι $\alpha = 0,211 > 0,05$, επομένως απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση (ότι $\alpha_0 = \alpha_1 = \alpha_2 = 0$) και καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι ο σταθερός όρος και ο συντελεστής εξάρτησης NISi,t Καθαρά Κέρδη / μετοχή επιδρούν με στατιστικά σημαντικό τρόπο στην διαμόρφωση της ανεξάρτητης μεταβλητής και επομένως έχουν θέση στο μοντέλο.

Επίσης οι τιμές t ($t=B/Std.Error$) για τον σταθερό όρο και τον συντελεστή εξάρτησης Καθαρά Κέρδη / μετοχή είναι αντίστοιχα $t = 19,470 > 2$ και $t = 4,068 > 2$ επομένως εξάγεται το συμπέρασμα πως και οι δύο μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές.

Για τον συντελεστή εξάρτησης Λογιστική Αξία / μετοχή η τιμή t ($t=B/Std.Error$) είναι : $t = -1,254 < 2$ επομένως δεν είναι στατιστικά σημαντικός και δεν έχει θέση στο μοντέλο.

Επίσης από τον έλεγχο συγγραμικότητας προκύπτει ότι δεν υφίσταται συγγραμικότητα εφόσον ο συντελεστής ανοχής-“tolerance” ($tolerance = 1 - R^2$) είναι : $tolerance = 0,978 > 0,1$ και ο συντελεστής διόγκωσης διασποράς-“Variance Inflator Factor” ($VIF = \frac{1}{tolerance}$) είναι : $VIF = 1,023 < 5$, όπως ήδη έχει αποδειχθεί και από τον πίνακα συσχέτισης.

Όπως φαίνεται από τον πίνακα συντελεστών παλινδρόμησης τα διαστήματα εμπιστοσύνης είναι (6,131, 7,511) και (-0,990, 0,219) και (0,330, 0,946).

Από τον έλεγχο ορθότητας του μοντέλου με την βοήθεια του test κανονικότητας των καταλοίπων των Kolmogorov-Smirnov και Shapiro-Wilk προέκυψε ότι η τιμή p-value είναι ίση με $0,000 < 0,05$ και επομένως απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση ότι τα τυποποιημένα κατάλοιπα της παλινδρόμησης (studentized residuals) ακολουθούν κανονική κατανομή.

Πίνακας 18 . Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α' μοντέλο) – Έλεγχος κανονικότητας καταλοίπων - Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnova			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Studentized Residual	,216	419	,000	,658	419	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Από τον έλεγχο τυχαιότητας των σφαλμάτων με το τεστ ροών (Runs test) προκύπτει ότι η τιμή p-value = $0,000 < 0,05$, οπότε απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση ότι τα κατάλοιπα είναι τυχαία.

Πίνακας 19 . Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α' μοντέλο) - Τεστ Ροών - Runs Test

	Studentized Residual
Test Value ^a	-,36933
Cases < Test Value	209
Cases >= Test Value	210
Total Cases	419
Number of Runs	84
Z	-12,375
Asymp. Sig. (2-tailed)	,000

a. Median

Με τη διενέργεια ελέγχου Glejser εντοπίζεται *ετεροσκεδαστικότητα στα κατάλοιπα της παλινδρόμησης*. Από την παλινδρόμηση των απόλυτων τιμών των καταλοίπων με την τετραγωνική ρίζα των ανεξάρτητων μεταβλητών, ο συντελεστής προσδιορισμού είναι $R^2 = 0,212$ (ή 21,2%) και δηλώνει την συσχέτιση των καταλοίπων με τις ανεξάρτητες μεταβλητές, με στατιστική σημαντικότητα p-value = $0,000 < 0,05$. Ο συντελεστής αυτοσυσχέτισης Durbin Watson είναι $d = 0,848 < 2$ και δηλώνει θετική αυτοσυσχέτιση.

Πίνακας 20 . Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α' μοντέλο) – Έλεγχος Glejser
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,460 ^a	,212	,207	4,3418340	,848

a. Predictors: (Constant), NISSR, BVSR

b. Dependent Variable: Absolute Unstandardized Residuals

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1841,256	2	920,628	48,836	,000^b
	Residual	6861,954	364	18,852		
	Total	8703,210	366			

a. Dependent Variable: Absolute Unstandardized Residuals

b. Predictors: (Constant), NISSR, BVSR

Πίνακας συντελεστών παλινδρόμησης καταλοίπων Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	2,153	,445		4,834	,000		
	BVSR	-1,754	,579	-,144	-3,029	,003	,952	1,050
	NISSR	5,430	,552	,469	9,842	,000	,952	1,050

a. Dependent Variable: Absolute Unstandardized Residuals

5.2.2. Εμπειρικά αποτελέσματα – β' μοντέλο αξίας λογιστικής πληροφόρησης

B. Το δεύτερο μοντέλο αξίας λογιστικής πληροφόρησης (value relevance) το οποίο εξετάζεται έχει την ακόλουθη μορφή:

$$NPSP_{i,t} = a_0 + a_1 ASR_{i,t} + e_{i,t} \quad (4)$$

Στη συνέχεια ακολουθούν τα περιγραφικά στοιχεία των μεταβλητών, οι διαγνωστικοί έλεγχοι του μοντέλου, καθώς και η ανάλυση παλινδρόμησης του δείγματος των 108 εταιρειών (432 ετήσιες παρατηρήσεις) για τα έτη 2013-2016 που αφορούν στην διαχείριση κερδών και ερευνούν την **Υπόθεση H4**.

Πίνακας 21. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β' μοντέλο)
Περιγραφικά στατιστικά μεταβλητών - Descriptive Statistics (n=432)

	NPSP _{i,t}	ASR _{i,t}
Mean	,06351	,20286
Median	,06298	,10817
Std. Deviation	,143781	,832515
Minimum	-,797	-,915
Maximum	1,331	9,615

NPSP_{i,t} Καθαρό κέρδος ανά μετοχή / Τιμή της μετοχής στην αρχή του έτους

ASR_{i,t} Απόδοση κεφαλαίου ανά μετοχή (Stock return)

Ο πίνακας δείχνει ότι η **NPSP_{i,t}** Καθαρό κέρδος ανά μετοχή / Τιμή της μετοχής στην αρχή του έτους με αριθμητικό μέσο (mean) $\bar{x} = 0,6351$ και διάμεσο (median) $\delta = 0,6298$ σχεδόν ταυτίζονται και υποδηλώνει συμμετρική καμπύλη συχνοτήτων ενώ η ελάχιστη τιμή είναι αρνητική -0,797 και η μέγιστη 1,331. Η **ASR_{i,t}** Απόδοση κεφαλαίου ανά μετοχή (Stock return) έχει αριθμητικό μέσο $\bar{x} = 0,20286$ μεγαλύτερο από τη διάμεσο $\delta = 0,10817$ και υποδηλώνει θετική ασυμμετρία της καμπύλης συχνοτήτων. Η τυπική απόκλιση (Std.Deviation) είναι $\sigma = 0,832515$, ενώ η ελάχιστη τιμή είναι αρνητική -0,915 και η μέγιστη 9,615.

Από τον έλεγχο κανονικότητας του μοντέλου (Test of normality) με τα test των Kolmogorov-Smirnov και Shapiro-Wilk προέκυψε ότι και οι δύο μεταβλητές δεν ακολουθούν την κανονική κατανομή επειδή η τιμή p-value είναι ίση με $0,000 < 0,05$ και επομένως απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση ότι ακολουθούν την κανονική κατανομή.

Πίνακας 22. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β' μοντέλο)
Έλεγχος κανονικότητας μοντέλου - Test of normality

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
NPSPi,t Καθαρό κέρδος ανά μετοχή / Τιμή της μετοχής στην αρχή του έτους	,211	408	,000	,720	408	,000
ASRi,t Απόδοση κεφαλαίου ανά μετοχή (Stock return)	,240	408	,000	,458	408	,000

Από τον έλεγχο συσχέτισης των μεταβλητών (Correlations) προέκυψε ότι μπορούμε να απορρίψουμε την μηδενική υπόθεση ($H_0 : \rho=0$) δηλαδή ότι δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών, επειδή η τιμή p-value είναι $0,039 < 0,05$, επομένως υπάρχει συσχέτιση.

Πίνακας 23. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β' μοντέλο)
Συσχέτιση μεταβλητών - Correlations

		NPSPi,t-1	ASRi, t
NPSPi,t	Pearson Correlation	1	,102*
	Sig. (2-tailed)		,039
	N	432	408
ASRi,t	Pearson Correlation	,102*	1
	Sig. (2-tailed)	,039	
	N	408	408

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Με την εκτέλεση της γραμμικής παλινδρόμησης στον παρακάτω πίνακα model summary ο συντελεστής γραμμικής συσχέτισης του Pearson είναι 0,102, ο οποίος δείχνει την μικρή θετική συσχέτιση της εξαρτημένης μεταβλητής NPSPi,t με την ανεξάρτητη ASRi,t.

Επίσης παρατηρούμε ότι η απόδοση κεφαλαίου μπορεί να ερμηνεύσει μόνο το 1% των καθαρών κερδών ανά μετοχή/τιμή μετοχής (Συντελεστής προσδιορισμού R-Square=0,010).

Πίνακας 24. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β' μοντέλο)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,102^a	,010	,008	,145349728	1,233

Ο συντελεστής αυτοσυσχέτισης Durbin-Watson είναι $d=1.233 < 2$ και δηλώνει θετική αυτοσυσχέτιση των καταλοίπων (ο διαταρακτικός όρος μιας παρατήρησης του δείγματος προκαλεί μια αύξηση του διαταρακτικού όρου μιας άλλης παρατήρησης).

Πίνακας 25. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β' μοντέλο)

Ανάλυση Διακύμανσης (Analysis of Variance-ANOVA)^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,091	1	,091	4,293	,039^b
	Residual	8,577	406	,021		
	Total	8,668	407			

a. Dependent Variable: NPSPI, t Καθαρό κέρδος ανά μετοχή / Τιμή της μετοχής στην αρχή του έτους

b. Predictors: (Constant), ASRi, t Απόδοση κεφαλαίου ανά μετοχή (Stock return)

Από τον παραπάνω πίνακα ανάλυσης διακύμανσης ANOVA η τιμή F ($F=t^2=2,072^2$) η οποία εκφράζει τη συνολική στατιστική σημαντικότητα είναι 4,293 και η τιμή p-value είναι $0,039 < 0,05$ επομένως απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση ($H_0 : \alpha_1=0$) και καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η απόδοση κεφαλαίου ανά μετοχή επιδρά με στατιστικά σημαντικό τρόπο στην διαμόρφωση των καθαρών κερδών ανά μετοχή/τιμή μετοχής.

Το μοντέλο παίρνει τη μορφή:

Καθαρά Κέρδη ανά μετοχή/τιμή μετοχής = $0,059 + 0,018 \chi$ Απόδοση Κεφαλαίου

Για κάθε 1 μονάδα μεταβολής στην απόδοση κεφαλαίου έχουμε αντίστοιχη μεταβολή κατά 0,018 στα καθαρά κέρδη ανά μετοχή/τιμή μετοχής και εφόσον έχουμε μηδενική απόδοση κεφαλαίου ανά μετοχή τα καθαρά κέρδη ανά μετοχή/τιμή μετοχής θα ανέρχονται σε 0,059.

Πίνακας 26. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β' μοντέλο)

Συντελεστές παλινδρόμησης - Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	95,0% Confidence Interval for B		t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta	Lower Bound	Upper Bound			Tolerance	VIF
1 (Constant)	,059	,007		,044	,073	7,939	,000		
ASRi,t	,018	,009	,102	,001	,035	2,072	,039	1,000	1,000

Από τον παραπάνω πίνακα των συντελεστών παλινδρόμησης (Coefficients) οι αντίστοιχες τιμές των p-value για τον σταθερό όρο (constant) και για τον συντελεστή εξάρτησης (coefficient) είναι 0,000 και $0,039 < 0,05$, επομένως απορρίπτουμε την μηδενική υπόθεση (ότι $a_0 = a_1 = 0$) και καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι ο σταθερός όρος και ο συντελεστής εξάρτησης επιδρούν με στατιστικά σημαντικό τρόπο στην διαμόρφωση της ανεξάρτητης μεταβλητής και επομένως έχουν θέση στο μοντέλο.

Επίσης οι τιμές t ($t=B/Std.Error$) για τον σταθερό όρο και τον συντελεστή εξάρτησης είναι αντίστοιχα $7,939 > 2$ και $2,072 > 2$ επομένως εξάγεται το συμπέρασμα πως και οι δύο μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές.

Επίσης από τον έλεγχο συγγραμμικότητας προκύπτει ότι δεν υφίσταται συγγραμμικότητα εφόσον ο συντελεστής ανοχής-“tolerance” ($tolerance=1-R^2$) είναι $tolerance = 1,000 > 0,1$ και ο συντελεστής διόγκωσης διασποράς-“Variance Inflation Factor” ($VIF=\frac{1}{tolerance}$) είναι $VIF=1,000 < 5$, όπως ήδη έχει αποδειχθεί και από τον πίνακα συσχέτισης.

Όπως φαίνεται από τον πίνακα συντελεστών παλινδρόμησης τα διαστήματα εμπιστοσύνης είναι (0,44, 0,73) και (0,001, 0,35).

Από τον έλεγχο ορθότητας του μοντέλου με την βοήθεια του test κανονικότητας των καταλοίπων των Kolmogorov-Smirnov και Shapiro-Wilk προέκυψε ότι η τιμή p-value είναι ίση με $0,000 < 0,05$ και επομένως απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση ότι τα τυποποιημένα κατάλοιπα της παλινδρόμησης (studentized residuals) ακολουθούν κανονική κατανομή.

Πίνακας 27. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β' μοντέλο)

Έλεγχος κανονικότητας καταλοίπων - Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Studentized Residual	,202	408	,000	,727	408	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Από τον έλεγχο τυχαιότητας των σφαλμάτων με το τεστ ροών (Runs test) προκύπτει ότι η τιμή $p\text{-value} = 0,000 < 0,05$, οπότε απορρίπτεται η μηδενική υπόθεση ότι τα κατάλοιπα είναι τυχαία.

Πίνακας 28. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β' μοντέλο)

Τέστ Ροών - Runs Test

	Studentized Residual
Test Value ^a	-,00755
Cases < Test Value	204
Cases >= Test Value	204
Total Cases	408
Number of Runs	125
Z	-7,931
Asymp. Sig. (2-tailed)	,000

a. Median

Από τον έλεγχο Glejser προέκυψε ότι δεν υφίσταται ετεροσκεδαστικότητα στα κατάλοιπα της παλινδρόμησης. Από την παλινδρόμηση των απόλυτων τιμών των καταλοίπων με την τετραγωνική ρίζα της ανεξάρτητης αρχικής μεταβλητής προκύπτει ότι ο συντελεστής εξάρτησης (η κλίση) είναι στατιστικά ασήμαντος με πολύ μικρή τιμή $t = -0,283 < 2$ και τιμή $p\text{-value} = 0,778 > 0,05$, ενώ ο συντελεστής προσδιορισμού $R^2 = 0,000$ δηλώνει την απουσία συσχέτισης των καταλοίπων με την ανεξάρτητη μεταβλητή. Ο συντελεστής αυτοσυσχέτισης Durbin Watson είναι $d = 1,317 < 2$ και δηλώνει θετική αυτοσυσχέτιση οπότε ερμηνεύεται και το σφάλμα εξειδίκευσης.

Πίνακας 29. Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β' μοντέλο) – Έλεγχος Glejser
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,014 ^a	,000	-,002	,12240	1,317

a. Predictors: (Constant), ASRi, t Απόδοση κεφαλαίου ανά μετοχή Stock return)

b. Dependent Variable: AbsUt

Ανάλυση Διακύμανσης καταλοίπων (Analysis of Variance-ANOVA)^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,001	1	,001	,080	,778^b
	Residual	6,082	406	,015		
	Total	6,083	407			

a. Dependent Variable: AbsUt

b. Predictors: (Constant), ASRi, t Απόδοση κεφαλαίου ανά μετοχή (Stock return)

Πίνακας συντελεστών παλινδρόμησης καταλοίπων - Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,079	,006		12,602	,000
	ASRi, t	-,002	,007	-,014	-,283	,778

a. Dependent Variable: AbsUt

Και στα δύο μοντέλα που αφορούν στην αξία λογιστικής πληροφόρησης δεν πληρούνται οι προϋποθέσεις ορθότητας του μοντέλου εφόσον δεν είναι κανονικές οι κατανομές των αντίστοιχων παλινδρομήσεων των καταλοίπων και παρατηρείται αυτοσυσχέτιση με τις τιμές των ανεξάρτητων μεταβλητών, ενώ στο α' μοντέλο κατά τον έλεγχο Glejser εντοπίζεται επίσης ετεροσκεδαστικότητα. Από τα αντίστοιχα διαγράμματα στα ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ Β και Γ είναι εμφανές ότι υπάρχουν ασυνήθιστες παρατηρήσεις «outliers» οι οποίες όμως είναι πραγματικές και δεν αφορούν σε λανθασμένη καταγραφή των δεδομένων.

Κεφάλαιο 6

Συμπεράσματα

Ο σκοπός αυτής της έρευνας ήταν να εκφραστούν με μαθηματικές σχέσεις και να αποδειχθούν στη συνέχεια οι συνθήκες οι οποίες επιτρέπουν στους διαχειριστές να χρησιμοποιούν την διακριτική ευχέρεια προκειμένου να εμφανίσουν διαφορετική εικόνα στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις από αυτές που είναι πραγματικά. Επίσης να μετρηθεί η αξία της λογιστικής πληροφόρησης και να αποδειχθεί ο βαθμός στατιστικής συσχέτισης μεταξύ των λογιστικών πληροφοριών και των αγοραίων αξιών ή των αποδόσεων των μετοχών.

Για την επίτευξη αυτού του σκοπού διατυπώθηκαν (4) σχετικά ερευνητικά ερωτήματα. Τα (2) πρώτα αφορούσαν στην διαχείριση κερδών γενικότερα και στην μειωμένη διαχείριση κερδών ειδικά στις εταιρείες υψηλότερης κεφαλαιοποίησης του δείγματος των εταιρειών του δείκτη FTSE 250 του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου για την περίοδο 2013-2016. Τα άλλα (2) ερευνητικά ερωτήματα αφορούσαν στην αξία λογιστικής πληροφόρησης διερευνώντας τις σχέσεις της χρηματιστηριακής αξίας με την λογιστική αξία και τα καθαρά κέρδη ανά μετοχή και των καθαρών κερδών ανά μετοχή με την απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου.

Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για την διαχείριση κερδών αφορούσε στον υπολογισμό των διακριτικών δεδουλευμένων με το μοντέλο της Jones (1991) και κατόπιν με το μοντέλο των Van Tendeloo and Vanstraelen (2005) στον υπολογισμό της σχέσης των διακριτικών δεδουλευμένων ως αποδεικτικό ύπαρξης διαχείρισης κερδών με τις ταμειακές ροές, την χρηματιστηριακή αξία, το λειτουργικό περιθώριο κέρδους, την μόχλευση και την απόδοση του συνόλου των κεφαλαίων. Για την αξία της λογιστικής πληροφόρησης για την πρώτη περίπτωση χρησιμοποιήθηκε η απλή μορφή του θεμελιώδους μοντέλου του Ohlson (1995), για την σχέση της χρηματιστηριακής αξίας με την λογιστική αξία και τα καθαρά κέρδη ανά μετοχή και για την δεύτερη περίπτωση το μοντέλο των Lang et al., 2006 για την σχέση των καθαρών κερδών ανά μετοχή με την απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου.

Από τα εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνας και την χρήση στατιστικών μεθόδων σχετικά με την διαχείριση κερδών προέκυψε η μη καταλληλότητα του μοντέλου για την χρήση της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων, με συνέπεια να μην μπορούμε να δώσουμε ασφαλή συμπεράσματα για τη σχέση των μεταβλητών με τα διακριτικά δεδομευμένα, επομένως και τη διαχείριση κερδών.

Από τα εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνας και την χρήση στατιστικών μεθόδων σχετικά με την αξία λογιστικής πληροφόρησης υπάρχει στατιστική σημαντικότητα (ANOVA F) στις σχέσεις της χρηματιστηριακής αξίας και της λογιστικής αξίας και των καθαρών κερδών ανά μετοχή και των καθαρών κερδών ανά μετοχή και της απόδοσης μετοχικού κεφαλαίου. Παρόλα αυτά προέκυψαν αδυναμίες στη χρήση των μοντέλων που αφορούσαν στα κατάλοιπα των παλινδρομήσεων με συνέπεια να μην μπορούμε να εξάγουμε ασφαλές συμπέρασμα για το μέγεθος αυτών των σχέσεων.

Ενδεχομένως η ανομοιογένεια των εταιρειών του δείγματος και η μεγάλη διακύμανση στα στοιχεία τους με συνέπεια εμφάνισης ακραίων τιμών που επηρεάζουν τα μοντέλα και την εφαρμογή τους οδήγησε στα παραπάνω αποτελέσματα. Η χρήση διαφορετικών μοντέλων ή η συμμόρφωση των ίδιων με στατιστικές μεθόδους προκειμένου να κανονικοποιηθούν τα δεδομένα μπορεί πιθανά να υπερβεί τα προβλήματα που παρουσιάστηκαν σε αυτή την έρευνα.

Σε συνέχεια άλλων αντίστοιχων ερευνών με την παρούσα εργασία έγινε προσπάθεια να συμβάλλουμε στην ενίσχυση της βιβλιογραφίας και να παρουσιάσουμε τις μεθόδους και τις τεχνικές με τις οποίες αδυναμίες εντοπίσαμε προκειμένου να προσεγγίσουμε τα θέματα της διαχείρισης κερδών και της λογιστικής πληροφόρησης για τα οποία υπάρχει υψηλό ενδιαφέρον από το επενδυτικό κοινό προκειμένου να λάβει τις ορθές αποφάσεις για την εικόνα μιας εταιρείας.

Βιβλιογραφικές αναφορές

Επιστημονικά άρθρα

- Abarbanell, J., Lehavy, R., (2002). Can stock recommendations predict earnings management and analysts' earnings forecast errors?, *Journal of Accounting Research* 41 (1), 1-31.
- Albrecht, W., and Richardson, F., (1990) . Income smoothing by economy sector. *Journal of Business Finance and Accounting*, 17(5), 713–730.
- Ali, A. & Hwang, L. S. (2000). Country specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data. *Journal of Accounting Research*, 38, 1–21.
- Amir, E. & Lev, B. (1996). Value-Relevance of non-financial information: the wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 3-30.
- Backer, L. C., (2002). The Sarbanes Oxley Act: Federalizing norms for officer, lawyer and accountant behavior. *St. John Law Review*, 76 (4), 897–952.
- Ball, R. & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting & Economics*, 29, 1–51.
- Ball, R., Shivakumar L. (2006a). The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition, *Journal of Accounting Research*, 4, (2), 207–242.
- Ball, R., Shivakumar, L.(2006b). Earnings Quality at Initial Public Offerings. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=918421> .
- Ball, R., & Foster, G. (1982). Corporate Financial Reporting: A Methodological Review of Empirical Research. *Journal of Accounting Research*, 20, 161-234. doi:10.2307/2674681.
- Barth, M.E., Beaver W.H., Landsman W.R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1-3), 77-104.
- Barth, M.E., Elliott, J.A., Finn M.W. (1999). Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings .*Journal of Accounting Research*, 37, (2), 387-413.
- Barth, M., Landsman, W., Lang, M., (2008). International Accounting standards and accounting quality. *Journal Accounting Research* 46 (3), 467–498.
- Bartov, E., Givoly, D., and Hayn, C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics* 33 (2), 173-204.

- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6(3), 67-92.
- Becker, C. L., and DeFond, Mark L. and Jambalvo, James J. and Subramanyam, K.R., (1998). The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*, 15 (1), <https://ssrn.com/abstract=44835>.
- Beneish, M. D. (2001). Earnings Management: A Perspective. *Managerial Finance*, 27(12), 3-17, <https://doi.org/10.1108/03074350110767411>.
- Black, E. L. & White, J. J. (2003). An international comparison of income statement and balance sheet information: Germany, Japan and the US. *European Accounting Review*, 12, 29-46.
- Brimble, M. & Hodgson, A. (2007). On the intertemporal value relevance of conventional financial accounting in Australia. *Accounting and Finance*, 7 (4), 599-662.
- Burgstahler, D., Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 99-126.
- Burgstahler, D., Hail L., Leutz, C. (2006). The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms. *The Accounting Review* 81(5), 983-1016.
- Callao, S., Jarne, J. and Wróblewski, D. (2014). Debates and studies on earnings management: a geographical perspective. *Theoretical Journal of Accounting (Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości)*, 75(131), 145-169.
- Christie, A.A., and Zimmerman, J.L., (1994). Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures: Corporate Control Contests. *The Accounting Review* 69 (4), 539-566.
- Chung, R., Firth M., Kim, J.B. (2002). Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 29- 48.
- Coffee, J. C. (2003). Gatekeeper failure and reform: The challenge of fashioning relevant reforms. (Working Paper No 237). Columbia University Law School, SSRN.com/abstract=447940.
- Collins, D., Maydew, E., & Weiss, I. (1997). Changes in the value relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 39-67.
- Collins, D.W., Pincus, M., & Xie, H. (1999). Equity valuation and negative earnings: The role of book value of equity. *Accounting Review*, 79, 29-61.
- Dechow, P.M., R., Sloan, G., Sweeney, A. P., (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70, 193-225.

Dechow, P.M., & Skinner, D.J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14, 235-250.

Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319-352.

Francis, J., Schipper, K., and Vincent, L., (2003). The relative and incremental explanatory power of alternative (to earnings) performance measures for returns. *Contemporary Accounting Research*, 21(1), 121-164.

Fuller, J., and Jensen, M. C., (2002). Just Say No to Wall Street: Putting a Stop to the Earnings Game. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14 (4), 41-46. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=297156>

Garcia-Ayuso, M., Monterrey, J., & Pineda, C. (1998). *A comparative analysis of the value relevance of accounting information in the capital markets of the European Union*. University of Seville, Working paper

Garza-Gomez, X., Lee, Y., Du, J., (2006). *Discretionary Accruals Models and Earnings Restatements: An Empirical Evaluation*, Working Paper, University of Houston-Victoria.

Glezakos, M., Mylonakis, J. & Kafouros, C. (2012). The Impact of Accounting Information on Stock Prices: Evidence from the Athens Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 4(2) 56-68. <http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v4n2p56>

Graham, J. R., Harvey, C. R., and Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40 (1-3), 3-73.

Hayn, C. (1995). The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics*, 20, 125-153.

Haw, I.M., Hu, B.B, Hwang, L.S., Wu, W. (2004). Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra-Legal Institutions. *Journal of Accounting Research*, 42 (2), 423-462.

Healy, P.M., Wahlen, J.M., (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13 (4), 365-383.

Huang, D.T. & Liu, Z.C. (2011). The relationships among governance and earnings management: An empirical study on non-profit hospitals in Taiwan. *African Journal of Business Management* 5(14), 5468-5476.

Hung, M., Subramanyam, K., 2007. Financial statement effects of adopting international accounting standards: the case of Germany. *Review of Accounting Studies* 12 (4), 21-48.

Iatridis, G. (2012). Terrorist attacks and company financial numbers: Evidence on earnings management and value relevance from Madrid, London and Istanbul. *Research in International Business and Finance*, 26 (2), 204-220.

Iatridis, G., & Kadorinis, G. (2009). Earnings management and firm financial motives: A financial investigation of UK listed firms. *International Review of Financial Analysis*, 18(4), 164–173.

Ilmas, F., Tahir, S., Asrar-ul-Haq, M., (2018). Ownership structure and debt structure as determinants of discretionary accruals: An empirical study of Pakistan. *Cogent Economics & Finance*, 6, 1439254. <https://doi.org/10.1080/23322039.2018.1439254>

Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2), 193-228.

Kaplan, R. (1985). Comments on Paul Healy: Evidence of the effect of bonus schemes on accounting procedure and accrual decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 109-114.

Kasnik, R., McNichols, M.F. (2002). Does meeting earnings expectations matter? Evidence from analyst forecast revisions and share prices. *Journal of Accounting Research* 40 (3), 727-759

King, R. D., Langli, J. C. (1998). Accounting diversity and firm valuation. *The International Journal of Accounting*, 33, 529–567.

Kothari, S. P., Leone, A.J., Wasley C.E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1), 163-197.

Krishnan, G. (2003). Does Big 6 Auditor Industry Expertise Constrain Earnings Management. *Accounting Horizons*, (supplement) 17, 1-16.

Kyriakou, I.M., Dimitras, I.A. (2018). Impact of auditor tenure on audit quality: European evidence. *Investment Management and Financial Innovations*, 15(1), 374-386. [https://doi.org/10.21511/imfi.15\(1\).2018.31](https://doi.org/10.21511/imfi.15(1).2018.31)

Lang, M., Raedy, J., Wilson, W. (2006). Earnings management and cross listing: are reconciled earnings comparable to US earnings? *Journal of Accounting and Economics*, 42 (1–2), 255–283.

Lee, J. (2007) *Earnings management to just meet analysts forecast*. Working paper. Kellogg Graduate School of Management, Northwestern University. Available at: <http://www.kellogg.northwestern.edu/accounting/papers/Jimmy%20Lee.pdf>
Προσπελάστηκε 17/3/2018

Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69, 505–527.

McNichols, M. (2000). Research design issues in earnings management studies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19, 313–345.

Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11, 661–688.

Quan Y., Liang S. (2015). Is Forecast Capability Important? Evidence from the Selection of Best Analysts in China. *China Accounting and Finance Review*, 17, (4), 10-69.

Pathirawasam Ch. (2010). The Value Relevance of Earnings and Book Value: The Importance of Ownership Concentration and Firm Size, *Journal of Competitiveness*. Vol. 5, Issue 2, pp. 98-107, June 2011.

Pervan, I., Bartulović, M., (2014). Value relevance of accounting Information: evidence from South Eastern European countries. *Economic Research- Ekonomska Istraživanja*, 27(1), 181-190. DOI: 10.1080/1331677X.2014.947132

Ramesh, K., Thiagarajan, R. (1996). Inter-Temporal Decline in Earnings Response Coefficients. *Working paper*, Northwestern University.

Ronen, J., Yaari, V. (2002). Incentives for voluntary disclosure. *Journal of Financial Markets*, 5, (3)349–390.

Roychowdhury S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335–370.

Schonfeld, E. (1998). The guidance game. *Fortune*, 138, 267–268.

Shahzad, A. (2016). Detecting Earning Management and Earning Manipulation in BRIC Countries; a Panel Data Analysis for Post Global Financial Crisis Period. *International Journal of Account Research*, 4, 134.

Skinner, D.J., Sloan, R.G. (2002.) Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earning torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies*, 7, 289-312.

Subramanyam K.R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 249-281

Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935–1974.
<https://doi.org/10.1111/0022-1082.00079>

Thankom, G.A., Yousf, E.A., Zakaria, A., (2015). Female Directors and Earnings Management: Evidence from UK companies. *International Review of Financial Analysis*, 39, 137-146. ISSN 1057-5219 <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2015.03.002>

Teoh, Siew H., Ivo Welch, and T.J. Wong. 1998. Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 53 (6), 1935–1974.

Van Tendeloo, B., Vanstraelen, A., (2005). Earnings management under German GAAP versus IFRS. *Eur. Account. Rev.* 14 (1), 155–180

Van Tendeloo B., & Vanstraelen, A., (2008) .Earnings Management and Audit Quality in Europe: Evidence from the Private Client Segment Market, *European Accounting Review*, 17:3, 447-469, <https://doi.org/10.1080/09638180802016684>

Watts, R. L., Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, 53 (1), 112–134.

Watts, R. L., Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131–156.

Yermack, D. (2006). Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns. *Journal of Financial Economics*, 80 (1), 211–242.

Βιβλία

Joshua Ronen and Varda Yaari , (2008), *Earnings management: Emerging insights in theory, practice, and research*, (on line) New York: Springer. Διαθέσιμο από : <http://www.ciando.com> (Προσπελάστηκε 6/5/2018)

Luc Thevenoz, Rashid Bahar , (2006), *Conflicts of Interest: Corporate Governance and Financial Markets*, (on line) Netherlands : Kluwer Law International. Διαθέσιμο από : <http://www.books.google.gr> (Προσπελάστηκε 6/5/2018)

Watts, R.L. and Zimmerman, J.L. (1986). *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall, Englewood Cliffs.

Εργασίες

Beisland Leif Atle (2008). *Essays on the Value Relevance of Accounting Information*, PhD thesis, Bergen, Norway : University of Agder

Kersten Martijn (2011). *Earnings Management in Private Companies: A Comparison Between IFRS and UK GAAP*, Master Thesis, Tilburg, Netherlands : University of Tilburg

Ngunjiri Gathuo Gilbert, (2017). *The effect of earnings management on financial performance of quoted companies in Kenya*, Master Thesis, Nairobi, Kenya : University of Nairobi

Διαδίκτυο

Turner, Lynn E., 2001. 'Speech by SEC Staff : The State of Financial Reporting Today. An Unfinished Chapter III', June 21, U.S. Securities & Exchange Commission. Διαθέσιμο από : <http://www.sec.gov/news/speech/spch508.htm>. (Προσπελάστηκε 11/3/2018)

Ίσαλος. Διαθέσιμο από : <https://el.wikipedia.org/wiki/Ίσαλος> . (Προσπελάστηκε 11/3/2018)

Big 4 . Διαθέσιμο από : https://en.wikipedia.org/wiki/Big_Four_accounting_firms#Big_Five . (Προσπελάστηκε 20/3/2018)

Patsuris, P., 2002. 'The Corporate Scandal Sheet', Forbes, August 26. Διαθέσιμο από : <https://www.forbes.com/2002/07/25/accountingtracker.html#7455e25f57e8>. (Προσπελάστηκε 11/3/2018)

Holson, L, M. 2004, 'Investor suit at Disney puts exits in a spotlight'. New York Times, October 18. Διαθέσιμο από : <http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=9C06E0D8153AF93BA25753C1A9629C8B63&pagewanted=all>. (Προσπελάστηκε 15/3/2018)

Hirby J., 'When A Company Files for Chapter 11 Bankruptcy Court Protection What Happens to the Stock?' . Διαθέσιμο από : <https://thelawdictionary.org/article/when-a-company-files-for-chapter-11-bankruptcy-court-protection-what-happens-to-the-stock/>. (Προσπελάστηκε 17/3/2018)

Thaw, J. "Yahoo Share Slides After Software Delay; Sales Miss", Bloomberg News, 19 July 2006.

Κεφαλαιοποίηση αγοράς - Market capitalization . Διαθέσιμο από : <http://www.businessdictionary.com/definition/market-capitalization-market-cap.html> (Προσπελάστηκε 18/3/2018)

Unknown, 1998, 'BY THEORY OF ACCOUNTING AND CONTROL' Journal of Accountancy, Special Report, December 1. Διαθέσιμο από : <https://www.journalofaccountancy.com/issues/1998/dec/special.html>. (Προσπελάστηκε 18/3/2018)

Levitt, A., 1998 'The numbers game' U.S. Securities & Exchange Commission. Διαθέσιμο από: <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>. (Προσπελάστηκε 18/3/2018)

Η επιστημονική ομάδα της ASTbooks, 'Εισόδημα από δικαιώματα προαίρεσης απόκτησης μετοχών (stock options)' ASTbooks. Διαθέσιμο από : <http://taxpress.gr/archives/24924> . (Προσπελάστηκε 18/3/2018)

Διαφορά μεταξύ IAS και IFRS Difference between IAS and IFRS . Διαθέσιμο από :
<http://www.differencebetween.net/business/difference-between-ias-and-ifs/>.

(Προσπελάστηκε 12/4/2018)

FASB - Financial Accounting Standards Board. Διαθέσιμο από :
https://en.wikipedia.org/wiki/Financial_Accounting_Standards_Board .

(Προσπελάστηκε 12/4/2018)

Δείκτης FTSE 250. Διαθέσιμο από :
https://en.wikipedia.org/wiki/FTSE_250_Index . Προσπελάστηκε 30/5/2018

Κεφαλαιοποίηση αγοράς - Market capitalization . Διαθέσιμο από :
<https://www.investopedia.com/terms/m/marketcapitalization.asp> . Προσπελάστηκε 30/5/2018

Παραρτήματα

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α

Πίνακας συχνотήτων κεφαλαιοποίησης - Market cap (m)*

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	583,10	1	,2	,9	,9
	589,50	1	,2	,9	1,9
	613,90	1	,2	,9	2,8
	637,90	1	,2	,9	3,8
	666,30	1	,2	,9	4,7
	704,50	1	,2	,9	5,7
	733,20	1	,2	,9	6,6
	759,40	1	,2	,9	7,5
	782,70	1	,2	,9	8,5
	823,00	1	,2	,9	9,4
	840,00	1	,2	,9	10,4
	841,10	1	,2	,9	11,3
	845,10	1	,2	,9	12,3
	851,30	1	,2	,9	13,2
	870,00	1	,2	,9	14,2
	880,30	1	,2	,9	15,1
	908,10	1	,2	,9	16,0
	968,50	1	,2	,9	17,0
	981,60	1	,2	,9	17,9
	1011,40	1	,2	,9	18,9
	1032,60	1	,2	,9	19,8
	1045,20	1	,2	,9	20,8
	1058,60	1	,2	,9	21,7
	1060,10	1	,2	,9	22,6
	1075,00	1	,2	,9	23,6
	1082,90	1	,2	,9	24,5
	1116,70	1	,2	,9	25,5
	1134,80	1	,2	,9	26,4
	1135,30	1	,2	,9	27,4

Διαχείριση κερδών - Αξία Λογιστικής Πληροφόρησης εταιρειών FTSE 250

1141,20	1	,2	,9	28,3
1186,60	1	,2	,9	29,2
1219,90	1	,2	,9	30,2
1235,60	1	,2	,9	31,1
1245,80	1	,2	,9	32,1
1247,10	1	,2	,9	33,0
1254,90	1	,2	,9	34,0
1292,22	1	,2	,9	34,9
1326,50	1	,2	,9	35,8
1328,70	1	,2	,9	36,8
1352,70	1	,2	,9	37,7
1366,80	1	,2	,9	38,7
1372,00	1	,2	,9	39,6
1412,60	1	,2	,9	40,6
1445,00	1	,2	,9	41,5
1493,70	1	,2	,9	42,5
1527,70	1	,2	,9	43,4
1574,10	1	,2	,9	44,3
1619,10	1	,2	,9	45,3
1656,20	1	,2	,9	46,2
1680,56	1	,2	,9	47,2
1688,50	1	,2	,9	48,1
1716,40	1	,2	,9	49,1
1740,10	1	,2	,9	50,0
1757,20	1	,2	,9	50,9
1785,10	1	,2	,9	51,9
1805,90	1	,2	,9	52,8
1843,00	1	,2	,9	53,8
1880,50	1	,2	,9	54,7
1903,30	1	,2	,9	55,7
1999,60	1	,2	,9	56,6
2028,50	1	,2	,9	57,5
2029,20	1	,2	,9	58,5
2061,00	1	,2	,9	59,4
2200,50	1	,2	,9	60,4
2298,10	1	,2	,9	61,3
2302,30	1	,2	,9	62,3
2316,80	1	,2	,9	63,2

Διαχείριση κερδών - Αξία Λογιστικής Πληροφόρησης εταιρειών FTSE 250

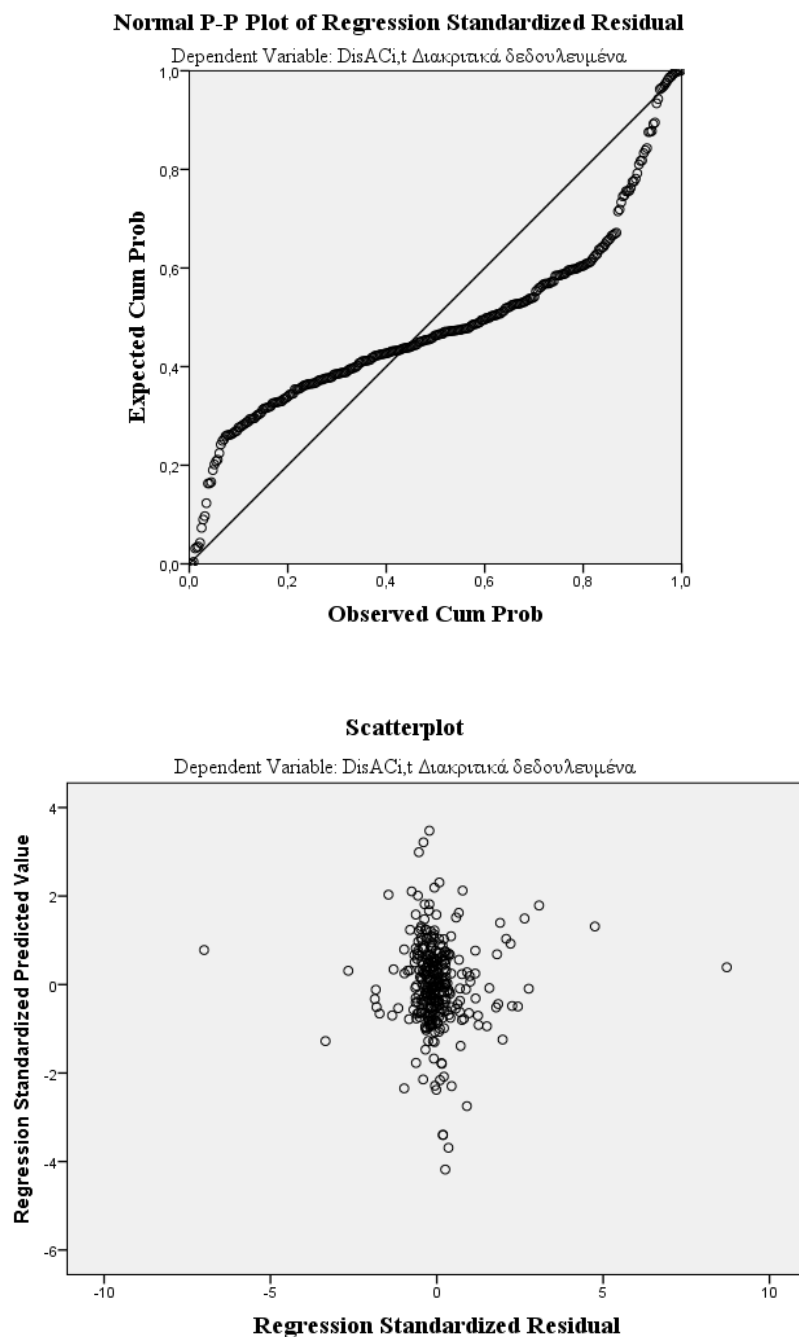
2353,70	1	,2	,9	64,2
2459,70	1	,2	,9	65,1
2495,30	1	,2	,9	66,0
2583,20	1	,2	,9	67,0
2616,90	1	,2	,9	67,9
2645,50	1	,2	,9	68,9
2706,30	1	,2	,9	69,8
2715,40	1	,2	,9	70,8
2752,10	1	,2	,9	71,7
2822,90	1	,2	,9	72,6
2867,00	1	,2	,9	73,6
2987,00	1	,2	,9	74,5
2988,10	1	,2	,9	75,5
3116,60	1	,2	,9	76,4
3134,10	1	,2	,9	77,4
3187,40	1	,2	,9	78,3
3195,70	1	,2	,9	79,2
3202,00	1	,2	,9	80,2
3274,60	1	,2	,9	81,1
3310,10	1	,2	,9	82,1
3424,00	1	,2	,9	83,0
3437,10	1	,2	,9	84,0
3501,60	1	,2	,9	84,9
3506,30	1	,2	,9	85,8
3695,80	1	,2	,9	86,8
3804,50	1	,2	,9	87,7
3819,90	1	,2	,9	88,7
3837,20	1	,2	,9	89,6
4017,55	1	,2	,9	90,6
4068,20	1	,2	,9	91,5
4086,90	1	,2	,9	92,5
4152,30	1	,2	,9	93,4
4202,80	1	,2	,9	94,3
4257,10	1	,2	,9	95,3
4472,40	1	,2	,9	96,2
4633,60	1	,2	,9	97,2
4813,90	1	,2	,9	98,1
5181,40	1	,2	,9	99,1

Διαχείριση κερδών - Αξία Λογιστικής Πληροφόρησης εταιρειών FTSE 250

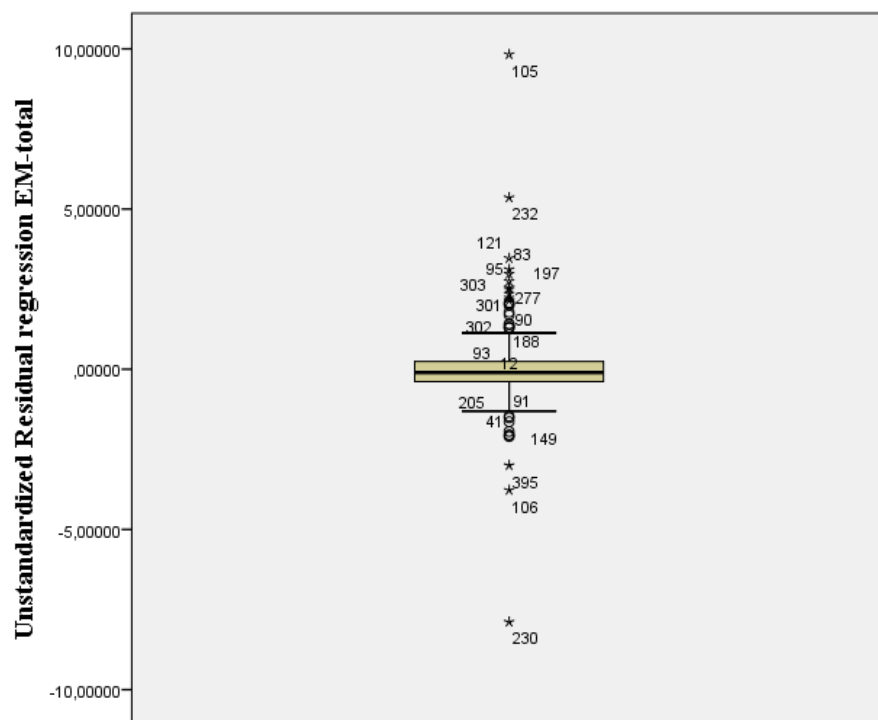
	5795,20	1	,2	,9	100,0
	Total	106	24,5	100,0	
Missing	System	326	75,5		
Total		432	100,0		

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β

Διαγράμματα P-P Plot & Scatterplot καταλοίπων – Διαχείριση κερδών

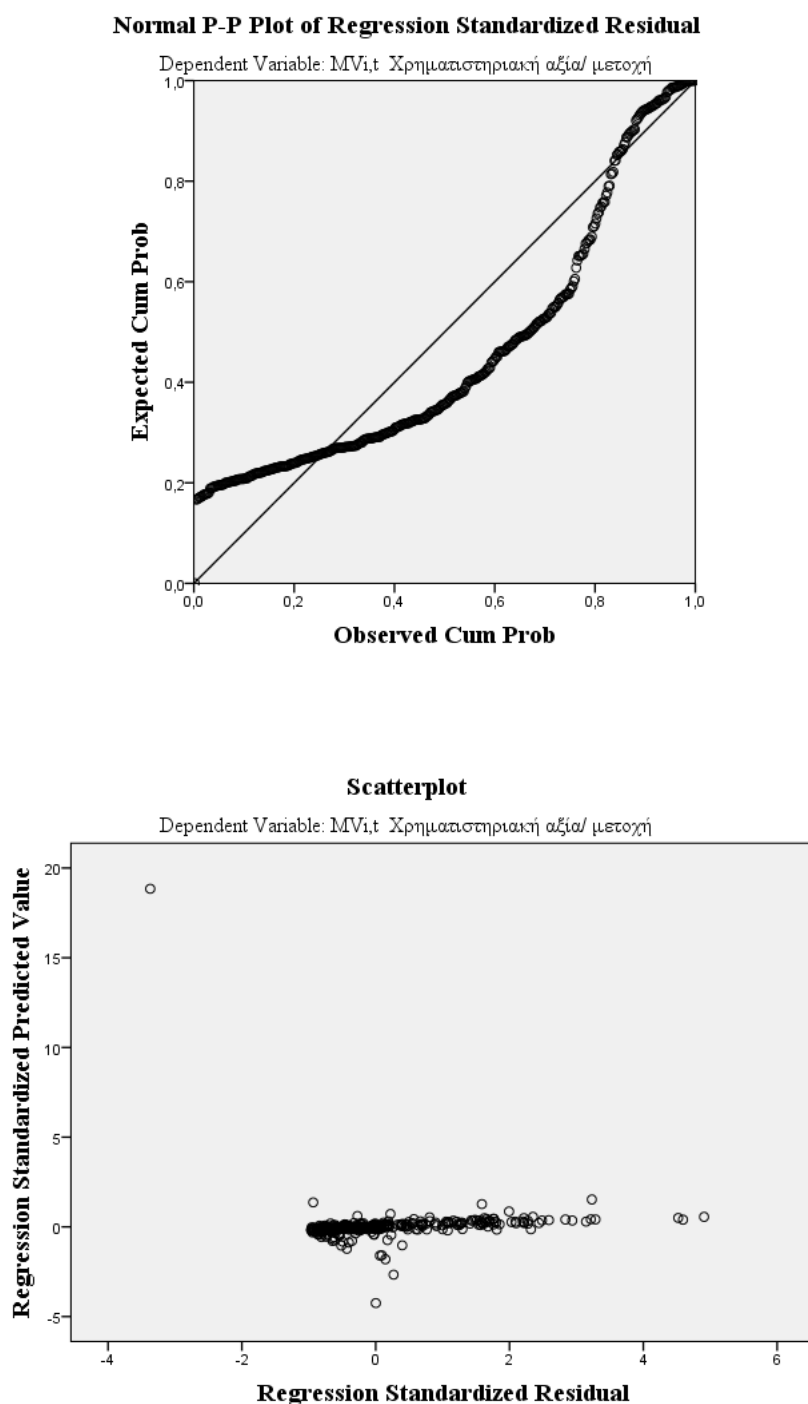


Θηκόγραμμα (box plot) καταλοίπων - Διαχείριση κερδών

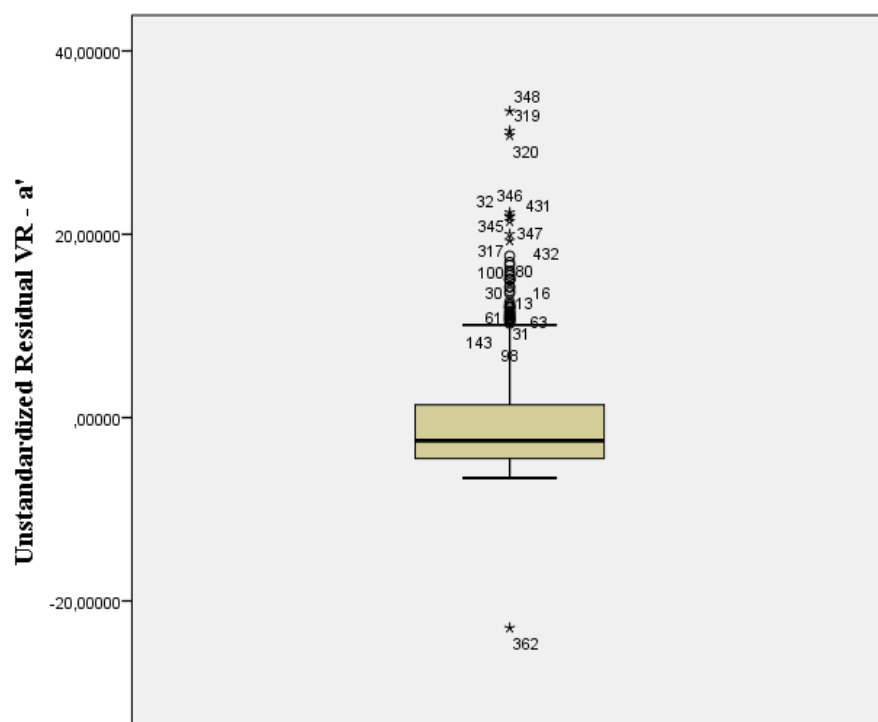


ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ

Διαγράμματα P-P Plot & Scatterplot καταλοίπων –Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α')



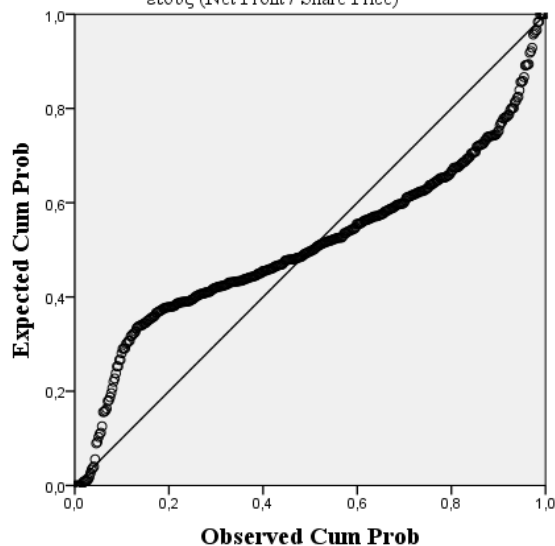
Θηκόγραμμα (box plot) καταλοίπων --Αξία λογιστικής πληροφόρησης (α')



Διαγράμματα P-P Plot & Scatterplot καταλοίπων –Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β')

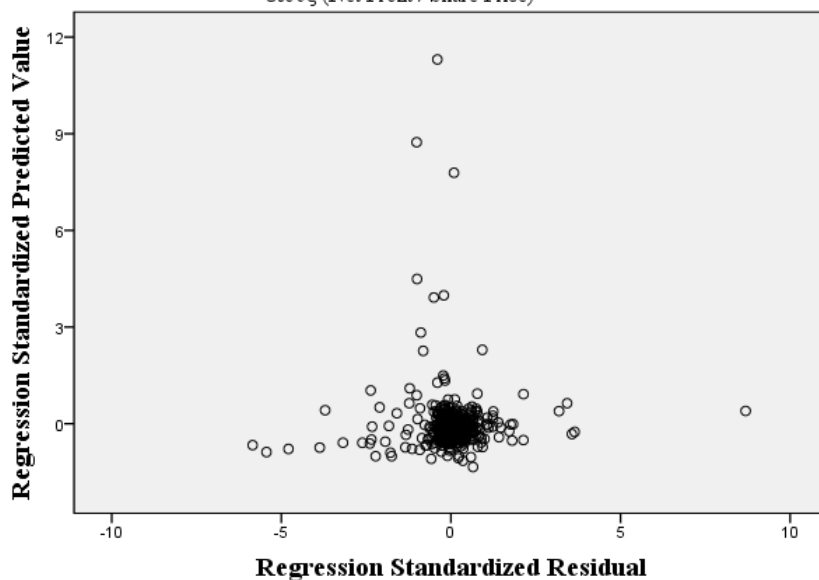
Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual

Dependent Variable: NPS_{Pi,t-1} Καθαρό κέρδος ανά μετοχή / Τιμή της μετοχής στην αρχή του έτους (Net Profit / Share Price)



Scatterplot

Dependent Variable: NPS_{Pi,t-1} Καθαρό κέρδος ανά μετοχή / Τιμή της μετοχής στην αρχή του έτους (Net Profit / Share Price)



Θηκόγραμμα (box plot) καταλοίπων --Αξία λογιστικής πληροφόρησης (β')

